

الأزمة المالية العالمية

الأسباب والتداعيات والحلول

عبدالرزاق فارس الفارس

مركز الإمارات للدراسات والبحوث الاستراتيجية

الأزمة المالية العالمية

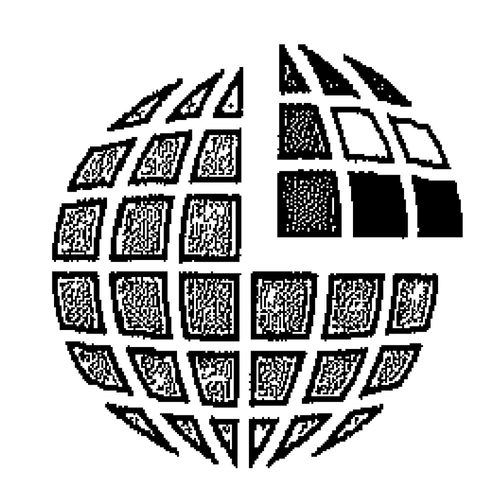
الأسباب والتداعيات والحلول

محتوى الكتاب لا يعبر بالضرورة عن وجهة نظر المركز

الطبعة الأولى 2010

النسخـــة العاديـــة: ISBN 978-9948-14-344-4
النسخة الإلكترونية: ISBN 978-9948-14-345-1

توجه جميع المراسلات إلى العنوان الآتي:
مركز الإمارات للدراسات والبحوث الاستراتيجية
ص. ب: 4567
أبـوظـبي
الإمارات العربية المتحدة
هاتف: 4044541-9712+
فاكس: 4044542-9712+
E-mail: pubdis@ecssr.ae
Website: http://www.ecssr.ae



مركز الإمارات للدراسات والبحوث الاستراتيجية

الأزمة المالية العالمية

الأسباب والتداعيات والحلول

عبدالرزاق فارس الفارس

مركز الإمارات للدراسات والبحوث الاستراتيجية

أنشئ مركز الإمارات للدراسات والبحوث الاستراتيجية في 14 آذار/ مارس 1994، بهدف إعداد البحوث والدراسات الأكاديمية للقضايا السياسية والاقتصادية والاجتماعية المتعلقة بدولة الإمارات العربية المتحدة ومنطقة الخليج والعالم العربي. ويسعى المركز لتوفير الوسط الملائم لتبادل الآراء العلمية حول هذه الموضوعات؛ من خلال قيامه بنشر الكتب والبحوث وعقد المؤتمرات والندوات. كما يأمل مركز الإمارات للدراسات والبحوث الاستراتيجية أن يسهم بشكل فعال في دفع العملية التنموية في دولة الإمارات العربية المتحدة.

يعمل المركز في إطار ثلاثة مجالات هي مجال البحوث والدراسات، ومجال إعداد الكوادر البحثية وتدريبها، ومجال خدمة المجتمع؛ وذلك من أجل تحقيق أهدافه الممثلة بتشجيع البحث العلمي النابع من تطلعات المجتمع واحتياجاته، وتنظيم الملتقيات الفكرية، ومتابعة التطورات العلمية ودراسة انعكاساتها، وإعداد الدراسات المستقبلية، وتبني البرامج التي تدعم تطوير الكوادر البحثية المواطنة، والاهتمام بجمع البيانات والمعلومات وتوثيقها وتخزينها وتحليلها بالطرق العلمية الحديثة، والتعاون مع أجهزة الدولة ومؤسساتها المختلفة في مجالات الدراسات والبحوث العلمية.

المحتويات

المقدمة

عجز الاقتصاديون والمحللون عن إيجاد وصف دقيق ومعبر للأزمة المالية العالمية التي بدأت إرهاصاتها عام 2007، وتفاقمت في العامين اللاحقين: 2008 و2009، وإذا كان بعض الناس قد حلا له إطلاق تعبير "تسونامي الاقتصاد العالمي"، فإن كارثة تسونامي التي ضربت المحيط الهندي في كانون الأول/ ديسمبر عام 2004، لم تستمر إلا ساعات عدة، وبالرغم من الدمار الذي خلفته، وعدد القتلى والمفقودين جراءها، فإنها أصبحت جزءاً من الماضي خلال فترة قصيرة من الزمن، أما الأزمة المالية الأخيرة، فإن العالم على غير يقين حتى الآن من تاريخ انتهاء تداعياتها، بالرغم من مرور أكثر من عامين على بدايتها، وبغض النظر عن المسميات الكثيرة التي أطلقت عليها، فإن مما لا شك فيه، أنها أسوأ أزمة مالية يواجهها العالم منذ الكساد الكبير في ثلاثينيات القرن العشرين، وبينما نشأت الأزمة من سوق صغيرة نسبياً، تمثل إحدى شرائح سوق العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية، فإنها سرعان ما انتشرت؛ كالنار في الهشيم؛ لتشمل الدول المتقدمة والاقتصادات الناشئة والبلدان النامية معاً.

وقد تكون هذه الأزمة هي الأمر الأعنف، والأوسع انتشاراً، والأكثر تكلفة، من بين كل الأزمات المالية التي ضربت العالم، خلال تاريخه المكتوب، بما فيها أزمة الكساد العالمي الكبير في ثلاثينيات القرن العشرين، وتكاليف الأزمة متعددة، وهي تشمل في طياتها: الخسائر التي تم تكبيد أسواق المال العالمية بها، والديون المعدومة التي تحملتها المصارف التجارية – وماتزال تتحملها – والخسائر التي تحملها الاقتصاد العالمي؛ جراء تحول معدلات النمو الاقتصادي القوية والموجبة إلى معدلات سالبة، وتكاليف انخفاض حجم التجارة العالمية، وتكاليف زيادة البطالة على مستوى العالم، وتكاليف صفقات الإنقاذ، والدعم المالي الذي قدمته الحكومات.

وإذا كانت الأزمة، قد غرست بذورها في السنوات السابقة عليها، وهي التي تميزت بنمو اقتصادي مرتفع، ومصحوب بانخفاض أسعار الفائدة، وانخفاض معدلات التضخم، وازدهار التجارة العالمية، فإن الفترة ذاتها شهدت توقعات مفرطة في التفاؤل، وانضباطاً قليلاً في الأسواق، ونشوء آلاف المؤسسات المالية التي لا تخضع للرقابة والتنظيم، واستحداث الكثير من الأدوات المالية؛ ومن أهمها: المشتقات التي كان يحظر ولو مناقشة جدواها، إضافة إلى أن ذلك يعيق التحديث والتطور، ويوجد عدم التيقن في السوق، ومنذ عام 2005، كانت أسواق المال – على الأقل – تسير وكأنها قطار فائق السرعة، وهو يدوّي من دون مكابح، ويهدر من دون ضوابط، وينطلق من دون وجهة محددة، ومن دون أن يجرؤ أحد على تعليق الجرس، أو قرع الناقوس، أو إطلاق صيحة الإنذار، وبعد أن وقعت الكارثة تسارع الأطراف؛ لا لانتشال الضحايا أو لملمة الخسائر، بل لتبادل الاتهامات، وإلقاء العتب، والبحث عن مشجب لتعليق اللوم عليه.

ومما لا شك فيه، أن الأزمة احتلت – ومازال تحتل – اهتمام المفكرين والكتّاب ومتخذي القرار؛ فإلى جانب الآلاف من المقالات والكتب التي نشرت حتى الآن، فإن من المؤكد استمرار هذا السيل من الأدبيات في التدفق في المستقبل المنظور؛ لمحاولة فهم ما حدث، وتقديم تفسيرات جديدة أو حلول لضمان عدم تكرار الأزمة مرة أخرى، ولكن الكثير من أوجه هذه الأزمة ومن أسبابها معروف، وإلى جانب الأسباب الآنية والمباشرة التي سببت حدوثها، وهي التي تمثل بالإفراط في الرفع المالي، وتحمل المخاطر، وعدم وجود ضوابط أو رقابة على المشتقات المالية الحديثة، وضعف النظم والأجهزة الرقابية على القطاع المالي، فإن هناك جذوراً عميقة في النظام المالي الدولي؛ كانت سبباً في تكرار وقوع الأزمات المالية؛ ومنها: الأزمة الأخيرة، وهذه الجذور تمثل بالدولار الأمريكي ودوره؛ بوصفه عملة الاحتياطي الرئيسة في العالم، واتساع الهوة بين التطور في القطاع المالي وقطاعات الاقتصاد الحقيقي، والاختلاف حول طبيعة القيود التي ينبغي أن تفرض على حركة رأس المال العابر للحدود، وحجمها.

وإذا كانت الأزمة قد غيرت اقتناعات العالم الفكرية حول الكثير من النظريات والسياسات الاقتصادية، وأعادت الحسبان إلى النظرية الكينزية التي تتضمن في طياتها: منح التدخل الحكومي المسوغات النظرية والأخلاقية؛ لحفز النشاط الاقتصادي، وإعادة التوازن إلى الاقتصاد الكلي، من خلال أدوات السياسة المالية، ولاسيما الإنفاق العام، فإن الأزمة أيضاً، أعادت صوغ الأولويات أمام السلطات النقدية والمالية في دول العالم؛ فمنذ منتصف السبعينيات من القرن الماضي؛ كان استهداف التضخم، هو عنوان تلك السياسات؛ ولذا فإن البنوك المركزية، حصرت اهتمامها وجهدها في التحكم في كمية النقود، ومن خلال أداة تكاد تكون وحيدة هي أسعار الفائدة؛ وبسبب الخضوع لهاجس التضخم، أهملت السلطات النقدية اندفاع المؤسسات المالية، نحو أخذ المزيد من المخاطر، والرفع المالي، والارتفاع غير المسوغ في أسعار الأصول، وبينما كانت اهتمامات السلطات النقدية – ومعها المؤسسات المالية الدولية – تركز على القطاع المصرفي المنظم، وهو الخاضع أصلاً للرقابة الصارمة، فإن بنوك الظل – ومعها الكثير من مؤسسات الخدمات المالية الأخرى – ظلت بعيدة عن الرقابة والرصد.

وقد أدت الأزمة المالية – ضمن ما أدت إليه – إلى إعادة ترتيب البيت المالي العالمي ثانية؛ فبدلاً من سيطرة الدول الصناعية الكبرى، ممثلةً بمجموعة السبع (G-7)، أو مجموعة الثماني (G-8)، على القرارات الاقتصادية الرئيسة، فإن تجمعاً أوسع من الدول دخل دائرة اتخاذ القرار، وأصبحت مجموعة العشرين (G-20)، وهي التي تضم دولاً مهمة من الاقتصادات الناشئة، هي المعنية باتخاذ القرارات المتعلقة بصفقات الحوافز المالية، وبصوغ نظم الرقابة، وبمحاولة إعادة هيكلة المؤسسات المالية الدولية؛ مثل: صندوق النقد الدولي، والبنك الدولي، وبدلاً من التركيز على استهداف التضخم، ثاب الاهتمام ثانية، إلى إعادة دور الحكومة في النشاط الاقتصادي، وإحداث التوازن بين طموحات القطاع الخاص في تحقيق الأرباح، وتطلعات المجتمع لضمان الحد الأدنى من الاستقرار والعدالة، وتقريب التفاوت في توزيع الدخل، والقضاء على البطالة.

وهذا الكتاب، يحاول الإجابة على ثلاث مجموعات من الأسئلة المحورية: ما أسباب حدوث الأزمة وما آلياتها وما حجم الخسائر التي خلفتها، وما آثارها المالية والاقتصادية في الدول المتقدمة والدول النامية، وما سياسات المواجهة التي تبنتها الدول؟ وما جذور الأزمة المالية الأخيرة والأزمات المالية التي سبقتها، وما أوجه التشابه والاختلاف بين هذه الأزمات؟ وما الدروس التي يمكن استخلاصها من التجارب الماضية، وما أهم القضايا التي يعنى بها المجتمع الدولي الآن؛ لإصلاح النظام المالي العالمي؟ وقد رتب الكتاب في ثلاثة أبواب تحوي سبعة فصول.

إن فكرة الكتاب، ولدت وطُورت خلال الفترة الماضية، في ظل الجهود التي بذلها مجلس دبي الاقتصادي؛ لمحاولة مقاربة الأزمة؛ ولذا، فإن الشكر - أولاً - يعود إلى المجلس؛ لإتاحته الفرصة لي؛ للإسهام بجهود متواضعة في تلك المقاربة، وأقدم شكراً فائقاً إلى الأمين العام للمجلس الأخ هاني راشد الهاملي، وأعضاء اللجنة التنفيذية ومجلس الإدارة، ممن أثْرت حواراتهم رؤية الكاتب - ومن ثم - محتوى الكتاب، وقد طُورت المادة الأساسية للكتاب، خلال الزيارة العلمية التي قام بها المؤلف للمعهد الوطني للبحوث الاقتصادية والاجتماعية في لندن (NIESR)، صيف عام 2009، ويودّ المؤلف توجيه شكره العميق لمدير المعهد مارتن ويل، وللباحثين والعاملين معه، وقد قام مجلس دبي الاقتصادي، بعقد مؤتمر دولي وعدد من الندوات والمحاضرات واللقاءات المتخصصة حول الأزمة المالية العالمية، وقد استفاد المؤلف من تلك الإسهامات القيمة، وإذا كان يستحيل تعداد كل المشاركين فيها، فإن الكاتب لا يفوته توجيه شكر خاص، لكل من: باري أيكنجرين من جامعة بيركلي، ومسعود أحمد مدير دائرة الشرق الأوسط ووسط آسيا في صندوق النقد الدولي، وروبرت مابرو من جامعة أكسفورد، ولويس سيرفين من البنك الدولي، وبرنارد رينود أحد الخبراء العالميين في أسواق العقارات، وليا سينبيت من جامعة ميريلاند، كما يتوجه بالشكر لجون جلاسكوك من جامعة كامبريدج، وفان أوردر من جامعة متشيجان، وكريستوفر وود من مؤسسة "سي إل إس أيه" (CLSA)، وماريوس ماراثيفتس من بنك ستاندرد تشارترد.

والشكر موصول لزملائي في العمل، ممن سيجدون الكثير من أفكارهم وإسهاماتهم القيمة في ثنايا الكتاب، من دون مقدرة على التمييز بين مصدر كل فكرة؛ وقائمة الزملاء تشمل: إبراهيم البدوي، ومعاوية العوض، وعلي صادق، وروزاليا الفريز، وضحى فاضل، ومريم العويس، وكارول شرتوني، وصالح صالح، وسهير البدواوي، وبالطبع، فإن أياً من المذكورين لا يتحمل ما ورد في الكتاب من آراء وأخطاء؛ إذ إن هذه تقع على عاتق المؤلف وحده.

وأخيراً، ما كان لهذا الكتاب أن يخرج إلى النشر وتعم الفائدة منه، لولا الجهود التي قام بها مركز الإمارات للدراسات والبحوث الاستراتيجية، فللمحكمين العلميين والعاملين فيه، عظيم التقدير وجزيل الشكر وصادق العرفان.

الباب الأول

الأزمة المالية العالمية: تجلياتها وآثارها

الفصل الأول

الأزمة المالية العالمية: الأحداث والآليات

بالرغم من أن الأزمة المالية العالمية الأخيرة سبقتها إرهاصات دلت على قرب حدوثها، فإن أحداً في العالم لا يتوقع أزمة بهذا الحجم وسرعة الانتشار والامتداد الجغرافي والاتساع الزمني، وإذا كان بعض المحللين قد نبه بتحذيراته المتكررة إلى احتمال انفجار فقاعة العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية، فإن محللين ومسؤولين أمريكيين لا يقلون أهمية؛ ومنهم: آلان جرينسبان رئيس مجلس الاحتياطي الفيدرالي السابق، وبن برنانكي الرئيس الحالي، قد قللوا من احتمالات وجود مثل هذه الفقاعة، وذكروا أننا نعيش عصر الوفرة والتطلعات العالية.

والسؤال المركزي الملح هو: كيف يمكن أزمة في قطاع واحد وفي دولة واحدة أن تنفجر؛ لتشكل "أزمة مالية واقتصادية" عالمية يبلغ تأثيرها جميع الدول تقريباً، وأن تشمل القطاعات المالية والحقيقية، وأن تولد هذا التراجع الهائل في حجم التجارة العالمية، وفي ارتفاع حدة البطالة وحالات الإفلاس؟ وكيف يمكن أزمة قدرت خسائرها الأولية في القروض والضمانات العقارية العالية المخاطر بحوالي 250 مليار دولار؛ أن تسبب خسارة كلية للاقتصاد العالمي تقدر بأكثر من 70 تريليون دولار؛ أي حوالي 280 مرة مقدار الخسارة الأولية؟

إن الإجابات على تلك الأسئلة متعددة ومتنوعة، وستسعى هذه الدراسة بجميع فصولها لمحاولة تقديم شيء من الشرح والتحليل لما حدث، إلا أننا سنبدأ هنا بمحاولة تلمس بدايات الأزمة، وكيفية نشأتها وتطورها وتراكمها ثم انفجارها.

الولايات المتحدة: بذور الأزمة

بالرغم من أن الأزمة المالية الأخيرة هي أزمة عالمية بكل المقاييس، ولم تترك ركناً من أرجاء المعمورة لم تصل إليه، ولم تدع قطاعاً أو مؤسسة إلا أثرت فيها، فإن الأزمة قد بُذرت بدايتها ونبتت جذورها في الولايات المتحدة أولاً، ثم اتسع نطاقها؛ ليشمل أنحاء

العالم الأخرى؛ ولذا، فإنه من الضروري إلقاء الضوء على الأزمة في منشأها: كيف بدأت؟ وكيف تطورت؟ وما الآليات التي ساعدت على تحويلها من أزمة محلية إلى أزمة عالمية، ومن أزمة قطاعية (في القطاع المالي)، إلى أزمة اقتصادية تكاد تشل الاقتصاد الحقيقي؟ ولأن الأزمة نشأت أساساً في تمويل القطاع العقاري، فإن تطور هذا القطاع وتمويله ينبغي أن يكونا نقطة البداية في هذا البحث.

القطاع العقاري

تعد ملكية المنازل أحد أهم الأهداف التي تسعى الحكومات في معظم دول العالم؛ لتشجيعها وإيجاد الوسائل التي من شأنها مساعدة الناس على تحقيقها، وامتلاك المنازل يساعد على الاستقرار والولاء وتكوين المجتمعات المحلية، وينظم إنفاق الأسرة؛ لأن المخصصات المرتبطة بالسكن وما يتصل به تأخذ – عادة – جزءاً مهماً من ميزانية الأسر وإنفاقها، ويتراوح المتوسط العالمي للإنفاق على السكن – عادة – ما بين 28٪ و40٪ من الإنفاق العائلي، وهذه السياسة كانت واضحة في أوربا، وأصبحت أولوية وشعاراً للحكومات المتعاقبة في الولايات المتحدة التي تسابقت على تشجيع مبدأ "المالك – القاطن" (Owner-Occupier)، من خلال سياسات وحوافز متباينة؛ كان من أهمها: زيادة حجم التمويل المخصص للقطاع العقاري، والدعم الضريبي، وإنشاء الوكالات والمؤسسات المتخصصة بالتمويل العقاري، وتوفير القروض العقارية الطويلة الأجل؛ ولذا، ارتفعت ملكية المنازل في الولايات المتحدة من 43,6٪ عام 1940، إلى 61,9٪ عام 1960، ثم ارتفعت عام 2005؛ لتبلغ 69,1٪، إلا أن إحصاءات الربع الأول من عام 2008، تشير إلى أن ملكية المنازل في الولايات المتحدة قد انخفضت إلى 67,8٪، وهذا يعادل انخفاضاً مقداره 1,44 مليون وحدة سكنية، مقارنة إلى عام 2005، وبلغت الوحدات السكنية المشغولة في نهاية نيسان/ إبريل من عام 2008، حوالي 110,8 ملايين وحدة، ويعد معدل ملكية المساكن في الولايات المتحدة أحد أعلى المعدلات ضمن الدول الصناعية؛ فالمعدل الأمريكي ذاك، يفوق نظيره في ألمانيا (45٪)، وفي الدنمارك (49٪)، ويقارب المعدل السائد في بريطانيا (69٪)، ويقل عن المعدل في إسبانيا (82٪).[1]

وكانت القروض العقارية الطويلة الأجل، (وهي التي تمتد ما بين 25 و30 من السنوات)، ذات أسعار الفائدة الثابتة، من أهم العوامل التي شجعت على انتشار الملكية العقارية، وحوالي نصف الزيادة في ملكية المنازل في الولايات المتحدة، خلال الخمسينيات والستينيات من القرن الماضي، والتي يمكن إرجاعها إلى هذا التطور.

إن هذا النظام الذي يحظى بالدعم القوي من الحكومة، والمرونة النسبية لعرض الأراضي المخصصة للسكن، والبيئة المالية المكونة من مؤسسات عامة وأخرى خاصة، وضع الأساس لسوق مفعمة بالحيوية والمرونة، وتوفير السكن العالي الجودة لأغلب السكان؛ فعند إنشاء أول مؤسسة تمويل عقاري حكومية أواخر الثلاثينيات من القرن الماضي، كان معظم المنازل في الولايات المتحدة من النوع النمطي، وكان الثلث يعاني عدم الارتباط بشبكة الصرف الصحي العامة، ونسبة 20٪ كانت مزدحمة، وبحلول عام 2000، انخفضت نسبة المساكن التي لا ترتبط بشبكة الصرف الصحي العامة إلى 1,1٪ فقط، وهي نسبة متدنية، إذا ما أخذنا في الحسبان معدل الفقر العالي نسبياً في الولايات المتحدة، وهو البالغ 9,8٪.[2]

التمويل العقاري

نظراً إلى ارتفاع تكاليف شراء الأراضي وامتلاك المنازل أو تكاليف بنائها، فإن الغالبية العظمى من الناس لا تستطيع بناء مساكنها أو لا تستطيع شراءها، من خلال التمويل الذاتي أو من خلال الاعتماد على النظام المصرفي الذي يوفر - عادة - قروضاً قصيرة الأجل، وبأسعار فائدة عالية نسبياً، وقد أصبح التمويل عقبة كأداء في وجه تحقيق أهداف الحكومات؛ لتشجيع ملكية المنازل السكنية؛ ولذا، لجأت إلى إنشاء وكالات متخصصة بالتمويل العقاري؛ ففي الولايات المتحدة وافق الكونجرس الأمريكي عام 1938، على إنشاء المؤسسة الوطنية الفيدرالية للتمويل العقاري (Federal National Mortgage Corporation)، وهي التي رُمز إليها اختصارا بـ "فاني ماي" (Fannie Mae)؛ لتوفير القروض العقارية لمنخفضي الدخل في الولايات المتحدة، من خلال شراء قروض هذه

الأسر من المصارف التي قامت بمنحها؛ ومن أجل زيادة كفاءة أداء هذه المؤسسة وتحسين قدرتها على التنافس في السوق، تم عام 1968، تحويلها إلى مؤسسة خاصة مع نظام يخضع لموافقة الكونجرس. وبعد ذلك بعامين (1970)، أنشئت مؤسسة مشابهة تقريباً، أطلق عليها المؤسسة الفيدرالية لقروض المنازل (The Federal Home Loan Mortgage Corporation)، وهي التي تعرف اختصاراً بـ "فريدي ماك" (Freddi Mac).

لقد كانت كلتا هاتين المؤسستين المدعومتين من الحكومة تقوم بالاحتفاظ بالقروض لديها، وتمويلها من خلال إصدار سندات باسمها، أو من خلال تحويلها إلى أوراق مالية مدعومة بالقروض: (Mortgage–Backed Securities, MBSs)، وبيعها للمستثمرين، وفي نهاية الثمانينيات من القرن الماضي كانت هاتان المؤسستان تشتريان حوالي 30٪ من القروض العقارية في الولايات المتحدة، وفي عام 1989، قام الكونجرس بتغيير بعض التشريعات والقواعد التي تنظم عملهما؛ لجعلهما أكثر جاذبية للمستثمرين، من خلال السماح لهما بإعادة تغليف تلك الضمانات؛ للتعامل ومستويات مختلفة من درجات المخاطر، ومن مقدار العائد أو الربح لاحقاً.[3]

وبالرغم من أن هاتين المؤسستين تعملان وفقاً لقواعد السوق ومبادئ مؤسسات القطاع الخاص، فإن لديهما القدرة على الاستعانة بالقروض من وزارة الخزانة (المالية)، ولديهما استثناءات من الضرائب التي تفرضها الولايات والحكومات المحلية، وما هو أهم، إدراك أسواق المال أن الأوراق المالية التي تصدرها هاتان المؤسستان، تحظى بالصفة الرسمية الحكومية، بالرغم من أن المسؤولين الحكوميين، ينفون أن تكون السندات التي تصدرها هاتان المؤسستان مضمونة من الحكومة الفيدرالية.

وقد سمحت لهما هذه التسهيلات بالاقتراض بأسعار فائدة تقل عن الأسعار السائدة في السوق، كما أن البنوك المركزية العالمية والمؤسسات المالية الدولية أصبحت راغبة، بشكل أكبر، في شراء ديون هاتين المؤسستين؛ كما تُشترى سندات الخزانة الأمريكية تماماً؛ للاحتفاظ بها؛ بوصفها احتياطياتٍ أجنبية، وبالمقابل، فقد حافظت المؤسستان على

أهدافهما الأصلية، وهي توفير السكن الملائم وبأقساط مريحة للمواطن الأمريكي، وفي عام 1992، تم تعديل نظام وزارة الإسكان، والتطوير الحضري؛ كي يسمح لهاتين المؤسستين بتوفير سكن للأقليات والفقراء ومنخفضي الدخل بشروط محابية، وفي مطلع التسعينيات من القرن الماضي أصبحت حصة هاتين المؤسستين من جملة القروض العقارية تصل إلى حوالي 70٪.[4]

وبمرور الوقت، وبزيادة الدور الذي تقوم به هاتان المؤسستان في توفير حاجة أساسية مهمة، وهي السكن، ازدادت أيضاً، الأهمية السياسية والأهمية الاجتماعية لهما؛ ولذا، أصبح تقنينهما أو مساءلة إداراتهما، أمرين يخضعان لحسابات معقدة من توازن القوى وضغوط مجموعات المصالح والناخبين؛ وكان الانخراط الكثيف لهاتين المؤسستين في أسواق القروض العقارية – مع وجود احتياط رأسمالي ضعيف، مقارنة إلى المصارف التجارية الأخرى – مثار قلق، إلا أن أحداً لم يكن يرغب في الاستماع إلى ذلك، أو تعليق جرس الإنذار، وقد أشار آلان جرينسبان، خلال خدمته رئيساً لمجلس الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي باستحياء في شباط/ فبراير عام 2004، في إفادته أمام لجنة المصارف بالكونجرس، إلى أن هاتين المؤسستين تعانيان شح رأس المال وزيادة الانكشاف المالي وكبر حجم الاقتراض (Over Leverage)، إلا أن أحداً لم يعرْ ذلك التحذير أذناً صاغية.

وتُرجع هيلين تومبسون (Helen Thompson)، تردد الكونجرس في تنظيم عمل هاتين المؤسستين، ومحاولة وضع قيود على عملهما إلى عاملين: الأول، هو دور هاتين المؤسستين في السياسة الداخلية وشبكة العلاقات التي قامتا ببنائها مع أعضاء الكونجرس، والدعم الذي تقدمانه لبعض الأعضاء، والثاني هو أهمية السكن في السياسة الداخلية للولايات المتحدة، والشعبية التي يحظى بها هذا الموضوع، وعدم قدرة أعضاء الكونجرس على مواجهة قضية بهذه الحساسية للجمهور، وقد قامت هاتان المؤسستان بصرف ما مقداره 170 مليون دولار، خلال الفترة 1998 – 2008، على أعمال العلاقات العامة وجماعات الضغط في الكونجرس، ولا شك في أن تركيز هاتين المؤسستين على

ضرورة توفير السكن للفقراء والأقليات، قد منحها شعبية وضماناً ضد المساءلات، ومكانة عالية فوق المحاسبة والتدقيق.[5]

إلا أن التهديد الأكبر لهاتين المؤسستين قد جاء من آلية السوق ذاتها؛ فزيادة الطلب على قروض الإسكان وعدم قدرتها على تلبية كل الاحتياجات، دفعاهما إلى وضع شروط وقواعد تزداد في التشدد، كما أن الموافقة على القروض بدأت تأخذ وقتاً أطول نسبياً من ذي قبل؛ وهذا أدى إلى بروز مؤسسات تمويل عقارية، على المستوى الفيدرالي، أو مستوى الولايات المحلية، تعمل بمنطق الربحية، من دون مراعاة الأهداف التي سعت تلك الوكالات الحكومية لتحقيقها؛ وبسبب زيادة عدد هذه المؤسسات واستشراء حدة المنافسة فيما بينها، برز اتجاه للتساهل في شروط منح القروض، فبدأ المقرضون الجدد يتساهلون في الشروط العامة للقروض العقارية؛ مثل: الفحص الدقيق للموقف المالي للمقترض ودخله والتزاماته، وشرط وجود دفعة مقدمة كبيرة في بعض الأحيان، لا تقل عن 20٪ من القيمة الإجمالية لسعر العقار؛ وقد زاد الطين بلة بروز أنواع وصيغ جديدة لا حصر لها من أنواع القروض والضمانات وإعادة القروض التي جعلت المقترضين يغرقون في بحر من عروض التمويل التي لا يطلب بعضها أي شروط البتة؛ وهكذا، أصبحت القروض العقارية صناعة كاملة ينخرط فيها الآلاف من المؤسسات المالية والمصارف ومكاتب المحاماة ومكاتب الوساطة المالية والعقارية ووكالات التصنيف الائتماني ومكاتب الدعاية والترويج، وقد غذى ذلك ازدهار السوق العقارية منذ مطلع القرن الحالي (الحادي والعشرين)؛ بسبب انخفاض أسعار الفائدة، والارتفاع الكبير في أسعار المنازل؛ فأدى هذا إلى زيادة الثروة الحقيقية للأسر، ودفع بعضها إلى إعادة هيكلة قروضها العقارية؛ للاستفادة من رخص تكاليف الاقتراض.

الرهون العقارية العالية المخاطر

أدت الفورة في أسواق العقارات إلى تطورات كثيرة؛ منها: أن المنافسة الحادة في السوق دفعت الكثير من المؤسسات المالية إلى دخول هذا النشاط ومحاولة الاستفادة من

الفرص الذهبية الممثلة بالأرباح السريعة التي يوفرها، وأدت المنافسة بالضرورة إلى تقديم تسهيلات وحوافز سخية، والتغاضي عن بعض الشروط الأساسية اللازمة للحصول على القروض، هذا من حيث العرض، أما من حيث الطلب، فإن فئات كبيرة من المجتمع دخلت السوق أيضاً؛ للاستفادة من هذه التطورات، سواء من خلال شراء منازل إضافية للاستثمار أو من خلال شراء منازل عن طريق الاستدانة من أفراد لا يملكون المؤهلات اللازمة للحصول على قروض بهذا الحجم؛ إما بسبب عدم امتلاكهم ثرواتٍ وأصولاً مالية تدعمهم، أو لعدم انتظامهم في وظائف ثابتة؛ ومن ثم عدم وجود دخل ثابت ومستقر لهم، وقد لجأ الكثير من المؤسسات المالية إلى منح هذه الفئات من السكان قروضاً، مع العلم بمدى المخاطر التي ترتبط بمثل هذا الإقراض.

وثمة سبب آخر أدى إلى بروز ظاهرة القروض العقارية العالية المخاطر، يمثل بالتغير الذي طرأ على هيكل عمل المؤسسات المالية وطريقته؛ ومنها: المصارف التجارية؛ فهذه المصارف تقوم بشكل أساسي بدور الوسيط بين المقرضين والمقترضين، وللاستمرار في أداء مهماتها فإنها تسعى لإزالة المخاطر الكامنة في أي نظام مالي، من خلال تحويل تلك المخاطر إلى طرف ثالث، والمركز المالي أو الموازنة لأي مؤسسة مالية، يتكونان من طرفين؛ حيث تقع على اليسار الأصول (Assets)، وعلى اليمين تقع الخصوم (Liabilities)، ورأس المال هو الفرق بين الاثنين؛ ومادام رأس المال موجباً فإن المؤسسة تعد في وضع سليم، وإذا كان سالباً فإن المؤسسة قد تواجه المشكلات، وعندما تزيد حالات الإعسار والتعثر لبعض الأصول، فإن الخسارة المتوقعة وعدم التيقن المرتبط بجانب الأصول في الموازنة يزدادان؛ ولذا، فإن قيمة رأس المال تصبح أقل وغير متيقنة؛ وهذا يزيد احتمالات التعثر والإفلاس. ولدى البنوك التجارية عادة، حجم صغير من رأس المال، بل إن المصارف المعروفة بدرجة عالية من المحافظة، يمثل رأس مالها حوالي 10٪ فقط من الأصول الموزونة بالمخاطر (Risk – Weighted Assets).

ولهذه الأسباب تحتل سياسة إدارة المخاطر، أهمية كبرى لدى أي مؤسسة مالية حديثة، وعندما تقوم البنوك بمنح قروض عقارية، فإنها تواجه ثلاثة أنواع من المخاطر:

مخاطر الإقراض (Credit Risk)، وهي المخاطر الناجمة عن إفلاس المقترض أو إعساره؛ ومخاطر السوق (Market Risk)، وهي التي تنشأ من التغيرات التي تطرأ على أسعار الفائدة في السوق، في أثناء فترة الاقتراض، ومخاطر السيولة (Liquidity Risk)؛ بسبب أن القروض العقارية تعد قروضاً طويلة الأجل، وتُمنح بناءً على ودائع سائلة وقصيرة الأجل، وفي السابق كانت الموافقة على القروض العقارية، تتم من إدارة المصرف، وتحفظ في حسابات المصرف (Balance Sheet)، وتعد جزءاً من الاستحقاقات عليه في جانب الخصوم (Liabilities). وإذا واجه المقترض إعساراً فسيقوم المصرف بتملك العقار والتصرف فيه، وقد يعني ذلك، تحقيق خسائر من جانب البنك، ولكن في التسعينيات من القرن العشرين، أصبح من المتعارف عليه - ومن المقبول به أيضاً - أن تقوم المصارف التجارية بإصدار القروض العقارية، ولكن من دون الحاجة إلى الاحتفاظ بها في حساباتها، من خلال تغليفها وبيعها للمؤسسات المالية؛ ومن أهمها: "فاني ماي"، و"فريدي ماك".

كانت التقاليد في الولايات المتحدة إزاء ما يتعلق بالتمويل العقاري في السابق، تختصرها مقولة "أوجد القرض واحتفظ به"، ثم تم التحول عن ذلك إلى حكمة تقول: "أوجد القرض وحوله عنك"؛ وقد سمح هذا التطور للمصارف والمؤسسات المالية الأخرى بتحويل مخاطر الإقراض ومخاطر السيولة إلى مؤسسات جديدة مستعدة لتقبل المخاطر مقابل عائدات مجزية، وبعد خصخصة مؤسسة "فاني ماي" وفصلها عن الميزانية الفيدرالية والسماح لها بالعمل وفق مبادئ القطاع الخاص، بدأت الاهتمام بالأوراق المالية المدعومة بالقروض العقارية (MBSs)، التي أصبحت وظيفتها تجميع القروض العقارية وضمانها ثم بيعها للسوق، وهذه المنتجات الجديدة تشتق قيمتها من التدفقات النقدية المرتبطة بالقروض المجمعة.[6]

إن السبب الرئيس للأزمة المالية الأخيرة: الإفراط في الإقراض العقاري، ومنذ مطلع القرن الحادي والعشرين، كان تمويل العقارات هو النشاط الرئيس للقطاع المالي، وخلال الفترة الممتدة من نهاية عام 2000، إلى نهاية عام 2007، تضاعفت ديون التمويل العقاري،

وارتفعت من 4,8 تريليونات دولار إلى 10,5 تريليونات دولار، مع معدل نمو سنوي بلغ 118٪، وهذا يعادل أكثر من ضعف معدل النمو الاقتصادي خلال الفترة ذاتها (5٪)؛ ونتيجة لذلك، ارتفعت حصة الديون العقارية المستحقة من 48٪ من الناتج المحلي الإجمالي إلى 75٪ بنهاية عام 2007، أما ارتفاع أسعار العقارات فكان سبباً في الطفرة في هذه الديون، كما كان إحدى نتائجها؛ فارتفاع أسعار العقارات عنى أن الأفراد أصبحوا يحتاجون إلى مبالغ أكبر لشراء المنازل، أما الملاّك فقد استغلوا ارتفاع الأسعار وانخفاض معدلات الفائدة لإعادة تمويل عقاراتهم.[7]

لم يكن هذا هو التغير الوحيد في القطاع العقاري وطرائق تمويله، بل إن ذلك صاحبه تطورات لا تقل أهمية، وهي التغيرات في طبيعة المقرضين وطبيعة المقترضين ونوعية القروض.

طبيعة المقرضين

إن جزءاً مهماً من القروض العقارية التي تقدمها البنوك - كما أسلفنا - كان يتم شراؤه من مؤسستي فاني ماي، وفريدي ماك، وفي السابق كانت هاتان المؤسستان تقومان بضمان القروض العقارية الأولية (Prime)، ومنذ منتصف التسعينيات، أصبحتا لاعبين رئيسين في ضمان القروض لأصحاب الدخول المنخفضة والدخول المتوسطة، وللقروض العقارية في الأسواق الثانوية المخاطر أو الأسواق العالية المخاطر (Subprime). وفي عام 1997، قامت شركة فيرست يونيون كابيتال ماركت (First Union Capital Market)، ومؤسسة بير ستيرنز (Bear Stearns)، بإصدار ضمان عام للقروض التي تصدرها المصارف، وتم ضمان هذا الإصدار من مؤسسة فريدي ماك، بافتراض أن لها تصنيفاً مالياً عالياً (AAA)، وفي عام 1999، قامت فاني ماي بتسهيل الشروط للقروض التي يتم شراؤها من المقرضين، وبهذه الخطوة انتقلت عملياً إلى سوق الرهون العقارية العالية المخاطر.

وفي عام 2004، قامت وزارة الإسكان والتطوير الحضري بمطالبة هاتين المؤسستين بزيادة شرائها، وبمقدار كبير، للقروض العالية المخاطر، وما أطلق عليه قروض "آلت-أ" (Alt-A)، وهي التي تقع بين القروض الأولية والقروض الثانوية، وخلال الفترة 2004 – 2007، أصبحت المؤسسات المالية أكبر مشترٍ للرهون العقارية العالية المخاطر، ومع بدء ظهور بوادر الأزمة أواخر عام 2006، ومطلع عام 2007، أيضاً، فإن استمرار المؤسستين (فاني ماي، وفريدي ماك)، في شراء القروض العقارية، هو الذي جعل السوق تستمر في عملها، وخلال الأرباع الثلاثة الأولى من عام 2007، كانت المؤسستان مسؤولتين عن 80٪ من القروض العقارية، وفي صيف ذلك العام كانتا تتحكمان في حوالي 90٪ من سوق القروض العقارية الثانوية في الولايات المتحدة، وحوالي 50٪ من إجمالي سوق القروض العقارية، وكانتا تقومان باللجوء إلى تمويل عملياتهما من خلال الاقتراض من أسواق المال، وعندما تم وضع هاتين المؤسستين تحت الإشراف الحكومي، (والملكية الحكومية)، مرة أخرى في أيلول/ سبتمبر عام 2008، بعد وقوع الأزمة المالية، كانتا قد راكمتا ما مقداره 5,4 تريليونات دولار من الديون، وهو يعادل تقريباً حجم ديون الحكومة الأمريكية.[8]

إن التطور الذي لا يقل أهمية هو دخول المؤسسات المالية غير الخاضعة للرقابة الحكومية لهذه النشاطات، فأصبحت البنوك الاستثمارية والوسطاء الماليون وصناديق التحوط، التي يطلق عليها بنوك الظل (Shadow Banks)، هي المتداول الرئيس لهذه الأوراق المالية، والمروج الأساسي لها، وأصبحت هذه المؤسسات توجد الجزء الأكبر من السيولة في السوق، أما بنوك الظل فهي مؤسسات مالية تقوم بالكثير من النشاطات التي تقع تحت نطاق الصيرفة التجارية، من دون أن تكون خاضعة للقواعد والنظم والتشريعات والرقابة التي تنال من المصارف التجارية، سواء المحلية منها أو الدولية؛ مثل: قواعد بازل، وتعتمد نشاطات بنوك الظل أساساً على التعامل بالأدوات التي يطلق عليها "آليات الاستثمار المهيكلة" (Structured Investment Vehicles, SIVs)، وهذه المؤسسات تشمل بالإضافة إلى ما سبق: الصناديق المساهمة الخاصة، والمقرضين العقاريين خارج النظام المصرفي، وصناديق التمويل، وصناديق الاستثمار برأس المال المفتوح (Mutual Fund)، وقد

تتحكم المصارف التجارية في هذه الآليات الاستثمارية، من دون أن تملكها؛ بسبب سياساتها في إدارة المخاطر، وهي التي تتطلب تحويل الاستثمارات العالية المخاطر خارج موازناتها (Off-Balance)، ولتجنب الخضوع لالتزامات رأس المال المشروطة في نظام بازل-1.

ومن الأمثلة الواضحة على ذلك: بنك نورثرن روك (Northern Rock)، في بريطانيا؛ فقد اكتشفت وزارة الخزانة البريطانية عام 2007، أن هذا البنك العقاري الذي كان يجب عليها إنقاذه، لا يملك نصف القروض العقارية التي أصدرها؛ فبعض هذه القروض تم تحويله إلى مؤسسة جرانايت، وهي مؤسسة خيرية، مقرها في جزيرة جيرسي، وكان ذلك صيغة من صيغ آليات الاستثمار المهيكلة التي تسمح للبنك بالمتاجرة بالأوراق المالية العالية المخاطر، من دون الحاجة إلى أن تكون مدعومة برأس مال من البنك؛[9] ولذا، يرى روبرت تشيلر (Robert Shiller)، أن إخفاق السلطات الرقابية والتنظيمية في التحكم في الإقراض العدواني، كان أحد الأسباب المهمة لبروز الأزمة في أسواق التمويل العقاري الثانوي العالي المخاطر، ويشير إلى أن تحرير القطاع المالي وتنظيم المؤسسات المتلقية للودائع عام 1980، قد وضعا نهاية لقوانين الربا على مستوى الولايات، وجعلا بإمكان المؤسسات المالية، أن تحقق أرباحاً عبر الإقراض في السوق الثانوية، من خلال فرض أسعار فائدة عالية؛ لمقابلة تكاليف الإعسار وحبس الرهن (Foreclosure)، ومنذ ذلك الوقت كانت هناك حاجة إلى توسيع نطاق التنظيمات والتشريعات؛ لكي تكون مواكبة تلك التطورات، إلا أن شيئاً من هذا لم يحدث، وخلال التسعينيات من القرن الماضي وبدء الأزمة، ظهر نظام بنوك الظل الذي سمح، ضمن إطاره العام، لمؤسسات الإقراض العقاري بأن تنمو من دون قيود أو قواعد منظمة؛ كتلك التي تخضع لها البنوك التجارية.[10]

طبيعة المقترضين

طرأ على طبيعة المقترضين أيضاً، تطورات خلال الفترة المذكورة؛ ففي السابق كانت مؤسسات التمويل؛ ومنها: البنوك التجارية، تحرص على التثبت من الملاءة المالية

للمقترضين، من خلال فرض شروط للحصول على القروض العقارية؛ منها: الالتزام بدفعة مقدمة من قيمة العقار، وتقديم شهادة بالدخل الشهري للفرد وبوجود وظيفة ثابتة، وغير ذلك من الضمانات التي تمنح الثقة للمؤسسات المالية بالجدية والمتانة للوضع المالي للمتعاملين، وفي ظل الطفرة العقارية، أصبح التغاضي عن بعض الشروط المهمة سلوكاً واسع الانتشار، وأصبح من المتعارف عليه الإغفال والإهمال لبعض العناصر المهمة من معايير الضمان الاعتيادية؛ ومن أمثلة ذلك: قبول أن يصدر المرء لنفسه شهادة عمل أو شهادة دخل، وتطورت هذه فيما بعد؛ لتشهد أسوأ أنواع الكذب والتدليس للحصول على القروض، فيما أصبح يطلق عليه "قروض نينجا" (NINJA Loans)؛ وهي تعني أن الذين منحوا القروض ليس لديهم دخل ولا وظيفة ولا أصول مالية (No–Income–No–Jobs–or–Assets, NINJA). وبينما لجأ بعض المقترضين إلى الكذب للحصول على مثل هذه القروض، فقد حصل بعض آخر على التشجيع من الوسطاء الذين كان همهم الأكبر الحصول على العمولة من دون أي اهتمام بمترتبات مرحلة ما بعد البيع، وفي حالة طلب بعض الوثائق من المقترضين أيضاً، فإنه كان من السهل جداً لهؤلاء الحصول على تلك الوثائق، من خلال المواقع المتخصصة على شبكة الإنترنت، وفي مراحل لاحقة، بدت القروض العقارية في السوق الثانوية العالية المخاطر وقروض "آلت– أ" جذابة للجهات المقرضة؛ لأنه كان يفرض عليها أسعار فائدة عالية، وفي الحالات التي يواجه فيها أحد المقترضين الإعسار أيضاً، فإن ارتفاع أسعار الفائدة كان من شأنه تعويض ذلك.

وقد تطور الأمر أكثر من ذلك؛ حيث بدأ بعض مؤسسات الإقراض، قبولَ منح فترات سماح للسنة الأولى وربما السنة الثانية، في ظل انخفاض أسعار الفائدة الرسمية، مقابل رفع أسعار الفائدة بعد ذلك على نحو ملحوظ.[11] وقد قبل المقترضون ذلك؛ لأن عدداً كبيراً منهم لم يكن يرغب في الاحتفاظ بالعقار فترة طويلة؛ حيث كانوا يخططون لشراء هذه العقارات وبيعها، خلال فترة السماح، مع تحقيق أرباح معقولة (النشاط المضاربي)؛ وقد أدى نجاح بعض المتعاملين في إنجاز تلك الصفقات إلى تدافع الآخرين لعمل الشيء ذاته، ولكن بمرور الوقت، برزت صعوبات في إتمام البيع السريع بالأسعار المستمرة بالتزايد. وعندما بلغت

السوق ذروتها كان أمام هؤلاء إما الاحتفاظ بالعقار ومواجهة تبعات دفع أسعار فائدة عالية، أو التخلص مما في أيديهم بالثمن الذي يحصلون عليه؛ فأدى هذا إلى بدء تدافع بالاتجاه العكسي نحو البيع؛ الأمر الذي أفضى في نهاية المطاف إلى تدهور الأسعار والسوق.

وقد برزت أدبيات تتهم انفجار أزمة القروض العقارية في الأسواق الثانوية، بوجود القروض العقارية ذات أسعار الفائدة القابلة للتعديل (Adjustable–Rate Mortgages, ARMs)، وهذه القروض تقوم على أساس أنها تمنح المقترض أسعار فائدة منخفضة جداً وثابتة في المرحلة الأولى، وهي فترة السماح، ثم ترفع أسعار الفائدة بدرجة كبيرة بعد ذلك، ويجد المقرضون هذه القروض جذابة؛ بسبب ارتفاع أسعار الفائدة بعد مرحلة السماح، بينما يجدها المقترضون جذابة؛ بسبب انخفاض أسعار الفائدة خلال فترة السماح التي قد تمتد سنتين، ولكنهم بعد ذلك يأسفون لقرارهم هذا، بعد اكتشافهم أنهم يدفعون أسعاراً عالية في الفترة اللاحقة، وتشير هذه الأدبيات إلى أن أزمة القروض العقارية برزت؛ بسبب لجوء عدد كبير من هؤلاء المقترضين؛ بسبب ضغط تلك الشروط، إلى التخلي عن صفقاتهم، ووجدت دراسة أجريت عام 2007، على ولاية ماساتشوسيتس، أن 40٪ من السكان الذين فقدوا منازلهم؛ بسبب حبس الرهن، لم يدفعوا أي دفعة مقدمة عن شراء منازلهم، وأن أكثر من 50٪ دفع أقل من 5٪ دفعةً أولى، يضاف إلى ذلك أن نصف حالات فقدان الرهن الحديثة تقريباً، هو لأشخاص امتلكوا منازلهم، فترة تقل عن ثلاث سنوات.[12]

طبيعة القروض

تطور الوضع في سوق التمويل العقاري - كما أسلفنا - من منافسة على منح القروض وتمويلها، إلى منافسة على المتاجرة بهذه القروض؛ حتى أصبحت تشكل سوقاً مهمة للمؤسسات المالية والمضاربين؛ ورغبة من المصارف في التخلص من بعض القروض العقارية أو أكثرها خطراً، تم تحويل هذه القروض إلى أوراق مالية مدعومة بالقروض، وبعضها تم تحويله إلى أشكال معقدة جداً من القروض، وأصبح يطلق عليه: التزامات

الـدين المـضمونة بأصـول (Collateralized Debt Obligation, CDOs)، والواقـع أن عدداً قليلاً من الناس يدرك معنى ذلك.

لقد أصبحت عمليات التوريق (Securitization)، صناعة متكاملة، يشارك فيهـا المئات من المؤسسات المالية ومكاتب الوساطة والتأمين والدعاية والتـسويق، ويقـصد منها تخفيض المخاطر من خلال توزيعها إلى أنواع متعددة وفي مناطق جغرافية متباينـة، وفي واقع الأمر زادت هذه العملية حدة المخاطر ولم تنقصها؛ لأنها قامت بنقـل الملكيـة من المصارف التي تعرف زبائنها إلى المستثمرين الذين لا يعرفونهم، وبدلاً من أن يقـوم البنك بمنح القرض العقاري والاحتفاظ به في حساباته، فإن هذا القرض يـتم تعهيـده إلى وسيط (Broker)، ثم يتم تجميع هذه القروض فيما يشبه "الحزمة"؛ ليتم بيعها لبنك استثماري؛ وهذا يقوم بإيجـاد التزامـات الـدين المـضمونة بأصـول (CDOs)، وبيعهـا للمؤسسات الاستثمارية، بعـد منحهـا تـصنيفاً ائتمانيـاً عاليـاً مـن وكـالات التـصنيف الائتماني (Rating Agencies). ويشكل الدخل من هـذه العمليـة، مـن بـدايتها حتـى نهايتها، "رسوماً" يتم تقاسمها بين هذه المؤسسات، وإمكانية الحصول على رسوم مـن دون تحمل أي نوع من أنواع المخاطر؛ فزاد هذا عمليات الخداع والتحايل.[13]

إن أول إصدارات الأوراق المالية التـي يطلـق عليهـا التزامـات الـدين المـضمونة بأصول (CDOs)، كان عام 1987، إلا أن حجمهـا كـان متواضـعاً، ثـم تطـور بدرجـة ملحوظة خلال فورة القروض العقارية؛ فحجم هذا النوع من القروض ارتفـع مـن 25 مليار دولار في الربع الأول من عـام 2004، عـلى مـستوى العـالم إلى حـوالي 186 مليـار دولار في الربع الأول من عام 2007؛ ليهوي إلى أقل من 12 مليار دولار في الربع الأول من عام 2008. وخلال الفترة 2004 – 2007، تم إصـدار مـا قيمتـه 1,4 ؛ أي تريليـون ونصف تقريباً من هذه القروض.[14]

وبسبب أن هذا النوع من المنتجات يجمع عدداً مـن القـروض بعـضها إلى بعـض، فـإن وجه التحايل فيه يكمن في أن مدفوعات تسديد الدين وخدمة الدين التي تتم من المقترضـين

يمكن توزيعها؛ لتغطي الأنواع المختلفة من مكونات هذا المنتج الجديد؛ فإذا ما تم تقسيم هذا المنتج إلى خمس طبقات، على سبيل المثال، فإن الطبقة الأولى التي تحظى بأعلى مستويات درجات الأمان، يتم ضمان حصولها على المدفوعات قبل الطبقات اللاحقة من المنتج، والطبقة الثانية الأقل أمناً ستأخذ دورها في المحطة اللاحقة للمدفوعات؛ وهكذا، حتى نصل إلى أخطر أنواع القروض أو الطبقات، وهي التي يطلق عليها القروض أو الأصول الملوثة (Toxic Assets)، والتي تحصل على ما تبقى، وبينما يحصل النوع الأول، وهو الذي يعد الأكثر أمناً، على سعر فائدة منخفض نوعاً ما، فإن النوع الملوث، يحصل على أعلى عائد محتمل، لكن شرط قيام المقترضين بدفع كل التزاماتهم، وقد لعبت وكالات التصنيف الائتماني؛ مثل: موديز (Moody's)، وستاندرد آند بورز (Standard & Poor's)، دوراً مهماً في ترويج هذه المنتجات، فقد وافقت على تصنيف الطبقات المختلفة من هذا المنتج، كل واحدة بحسب درجة المخاطر التي تتحملها، وهي التي تتراوح بين تصنيف (AAA)، للنوع الآمن، وتصنيف (B)، للنوع الخطير، أو النموذج الملوث.[15]

وقد جاءت صناديق التحوط (Hedge Funds)؛ لتشكل ثالثة الأثافي؛ إذ قامت بلعب دور شركات التأمين غير المرخصة، بالحصول على عمولات عالية، مقابل تقديم تأمين لالتزامات الديون المضمونة بأصول (CDOs)، وقد بلغت القيمة السوقية لهذه الأوراق المالية حوالي 42,6 تريليون دولار، وهذا مبلغ يساوي كل الثروة التي تملكها الأسر الأمريكية، وأكثر من ضعف القيمة الرأسمالية لأسواق البورصة الأمريكية (18,5 تريليون دولار)، وحوالي عشرة أمثال سوق السندات الحكومية الأمريكية (4,5 تريليونات دولار).[16]

لم تكتفِ السوق بذلك، بل تزايد الهوس بتحقيق الأرباح السريعة من خلال اللجوء إلى إصدار منتجات جديدة أكثر تعقيداً؛ ومن هذه المنتجات: المشتقات المالية القائمة على القروض العقارية أو ضماناتها، وأخرى قائمة على مقايضة القروض المعسرة (Credit Default Swaps, CDSs)، ومنتجات أخرى يطلق عليها الأوراق

المالية المدعومة بالأصول (Asset-Backed Securities, ABSs)؛ وبسبب انخفاض قيمة هذه المنتجات؛ لتعاملها والإقراض العقاري العالي المخاطر، قامت المؤسسات المالية بمعالجة ذلك من خلال اللجوء إلى التزامات الدين المضمونة بأصول، بإسهام أكبر من وكالات التصنيف الائتماني، وقد دفع تباطؤ السوق الكثير من الأفراد، ممن ليس لديهم دخول ثابتة أو أولئك الذين انخرطوا في السوق بغرض المضاربة، إلى التخلي عن التزاماتهم والامتناع عن دفع المستحقات الشهرية عليهم، وأضعف الإعسار والتخلف عن تسديد الديون قاعدة هذه الأوراق المالية (CDOs)؛ فأدى هذا إلى تدهور قيمتها، وبدأت صناديق التحوط، تجد صعوبة في الحصول على تمويل مقابل الأوراق المالية التي لديها؛ لأن المصارف التجارية ذاتها كانت متورطة في شراء الكثير من هذه الأوراق؛ ولذا، بدأت صناديق التحوط ببيع هذه الأوراق المالية بأسعار منخفضة، ومع أن بعض هذه الأوراق المالية لا علاقة له بالقروض العقارية، إلا أن الذعر في السوق دفع بعض المتعاملين بهذه الأوراق إلى وقف شرائها؛ لقد أدت هذه التطورات أيضاً، إلى فقدان بعض ملاك العقارات في الولايات المتحدة المنازل، أو الاضطرار إلى بيعها؛ إما بسبب إعسارهم أو عدم تسديد أقساطهم؛ بسبب أن قيمة العقار أصبحت أقل من قيمة القرض.

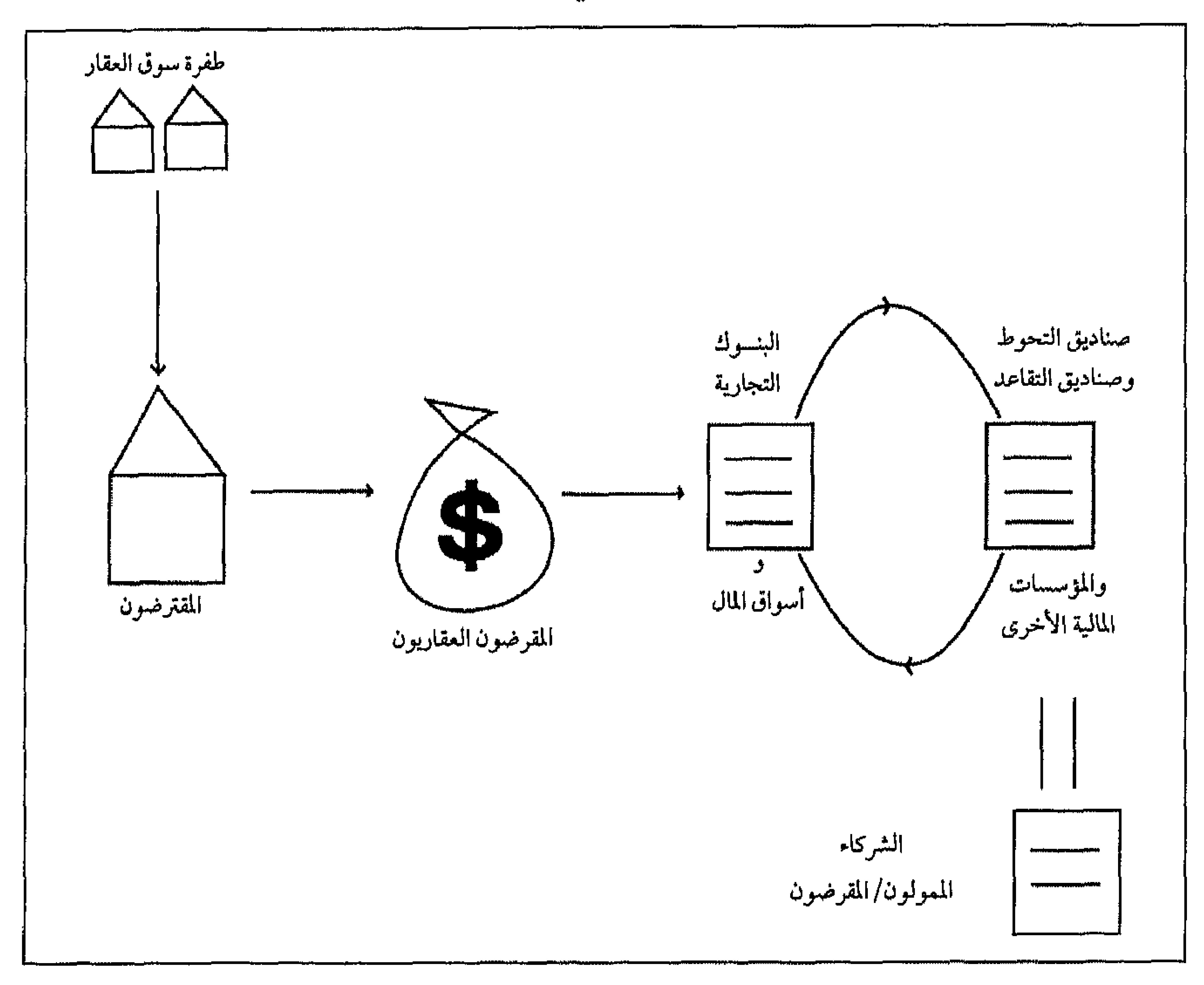
وإذا كان بعض الناس يجادل في أن هذه الابتكارات أو التحديثات المالية (Financial Innovations)، كان لها دور مهم في تطوير أسواق المال، فإن الحقيقة هي أن الإقراض العقاري العالي المخاطر، لم يشكل إلا مصدراً محدوداً؛ لتمويل ملكية المنازل التي كانت هدفاً مهماً لكل الحكومات، وتشير التقديرات إلى أن نصف هذا الإقراض كان لإعادة تمويل قروض قائمة، لا لشراء منازل جديدة، ويلجأ الأفراد في الولايات المتحدة إلى إحلال قروضهم العقارية ذات سعر الفائدة الثابتة، بقروض جديدة للاستفادة من الانخفاض في سعر الفائدة، أو من خلال الحصول على جزء من

قيمة المنزل، من خلال إعادة تقويمه؛ وفق تطورات السوق، وإنفاق هذه الزيادة في الأوجه الاستهلاكية.[17]

ويقدم الشكل (1–1)، رسماً توضيحياً لآلية حدوث الأزمة في سوق العقارات، وهو الذي يشرحه بإيجاز الإطار (1–1)، كما يقدم الشكلان (1–2)، و(1–3)، رسماً توضيحياً للنموذجين التقليدي والحديث في التمويل العقاري، وهما اللذان يشرحهما أيضاً الإطار (1–2).

(الشكل 1 – 1)

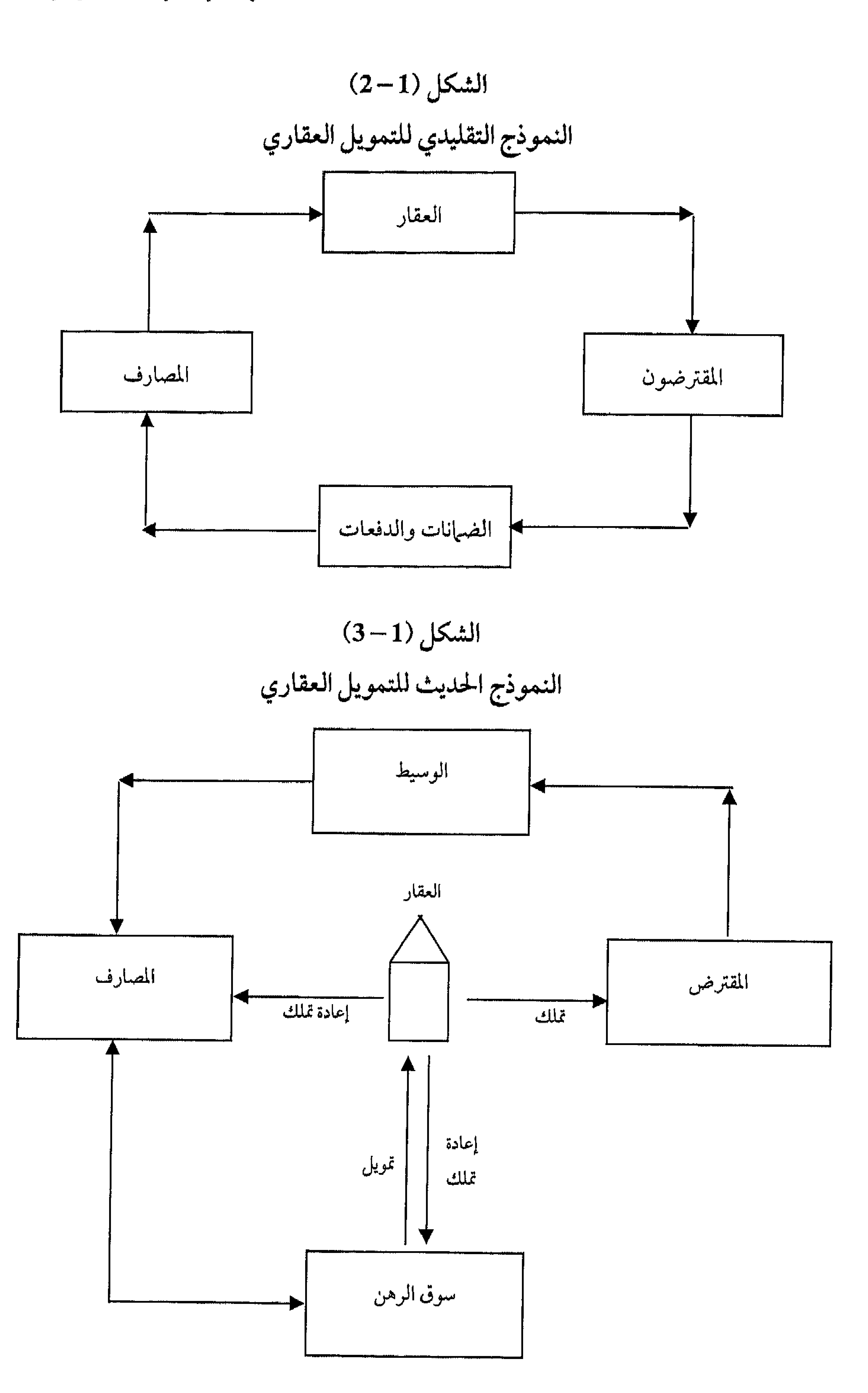
آلية حدوث الأزمة في سوق العقارات



الإطار (1-1)

آلية حدوث الأزمة المالية

- أدى توافر السيولة وانخفاض أسعار الفائدة إلى طفرة في سوق العقارات.
- دفعت الطفرة في سوق العقارات إلى رفع توقعات أصحاب العقارات وملاك المباني والمنازل.
- سعى هؤلاء المقترضون لإعادة تمويل منازلهم للاستفادة من هذه الطفرة من المصارف التجارية ومؤسسات التمويل العقاري.
- سعت البنوك التجارية والمؤسسات التمويلية لمنح هذه القروض، من دون مراعاة للخلفية التاريخية للمقترضين وموقعهم المالي وقدرتهم على التسديد.
- كانت سوق المال في الولايات المتحدة تشتري الأوراق المالية التي يطلق عليها التزامات الديون المضمونة بأصول (CDOs)، والتي تَعد حامليها بعائدات مالية مرتفعة.
- دخل على الخط مؤسسات التصنيف الائتماني التي كانت تمنح تصنيفاً عالياً لبعض هذه الأوراق المالية.
- شجع ذلك صناديق التحوط وصناديق التقاعد والمؤسسات المالية الأخرى على شرائها.
- عندما بدأت سوق العقارات بالهدوء وأسعار الفائدة بالارتفاع، وجد المقترضون صعوبات في بيع العقارات التي اشتروها لأجل المضاربة، وكذلك في دفع الفوائد المستحقة على قروضهم.
- الكثير من هؤلاء الذين وجدوا صعوبة في مواجهة التزاماتهم المالية كان يُطلق عليهم المقترضون في السوق المالية الثانوية (Subprime).
- أضعف الإعسار القاعدة التي قامت عليها تلك الأوراق المالية (CDOs)؛ فأدى هذا بقيمتها إلى أن تتدهور.
- وجدت صناديق التحوط صعوبات في الاستمرار بالإقراض بناءً على تلك الأوراق المالية؛ لذا بدأت ببيع بعضها.
- ومن هنا، نشأ الذعر في السوق وفي أسواق الأوراق المالية حتى تلك البعيدة عن أسواق العقارات؛ لأنه لم يكن أحد يعلم مدى تورط هذه المؤسسات المالية في تلك المنتجات.



الشكل (1 – 2)

النموذج التقليدي للتمويل العقاري

الشكل (1 – 3)

النموذج الحديث للتمويل العقاري

الإطار (1-2)

النموذجان التقليدي والحديث في التمويل العقاري

- تضم سوق العقارات طرفين: الأول هم ملاك العقارات أو المنازل، والطرف الآخر هم المصارف أو الممولون أو المقرضون.
- تمثل القروض في سوق العقارات جانب الطلب، أما جانب العرض فهو يمثل بأموال المؤسسات المالية الكبرى؛ مثل: صناديق التحوط وصناديق التقاعد وصناديق الاستثمار والمحافظ الاستثمارية الكبرى.
- تلتقي رغبات الطرفين في سوق المال (سوق الأسهم وسوق الأوراق المالية).
- كان المستثمرون في السابق، يتجهون لمجلس الاحتياطي الفيدرالي؛ لشراء الأوراق المالية (السندات الحكومية)؛ بسبب ارتفاع عائدها، وكذلك درجة الأمان العالية المرتبطة بها.
- منذ مطلع القرن الحالي، لم تعد السندات الحكومية جذابة؛ بسبب انخفاض أسعار الفائدة (1٪)؛ ولذا، فقد تم الاتجاه لأوجه أخرى للاستثمار.
- كان الوجه الآخر لانخفاض أسعار الفائدة، أن المستثمرين أصبح بإمكانهم الاقتراض من مجلس الاحتياطي الفيدرالي بأسعار منخفضة جداً، وتأتي مصادر هذا التمويل، من الدول ذات الفائض المالي؛ مثل: الصين ودول شرق آسيا ودول الشرق الأوسط النفطية.
- دفع هذا، المؤسسات المالية - وخاصة البنوك - إلى استخدام الرافعات المالية (Leverage)؛ وهو ما يعني تغطية الصفقات المالية لتغطية الأرباح.

منتجات مالية للتصدير

مع ترابط أسواق المال العالمية، لم تعد هذه المشتقات المالية منتجات محلية يتم تداولها داخل الولايات المتحدة فحسب، بل أصبح لها قبول وطلب عالميان، وقد أصبحت هذه المنتجات المالية أدوات مهمة لانتقال السيولة عبر الحدود، ولإحداث التصحيحات

الضرورية في عدم التوازن المالي العالمي الذي برز خلال العقود القليلة الماضية، ومعرفة الدور الذي قامت به هذه المنتجات المالية، تتطلب إلقاء الضوء على هذه التطورات.

بعد الحرب العالمية الأولى، وبالتحديد منذ العشرينيات من القرن الماضي حتى سنوات السبعينيات منه، كانت الولايات المتحدة تعد أكبر مقرض في العالم للدول الأخرى، وكانت خلال السنوات تلك بأجمعها، تحقق فائضاً في الحساب الجاري؛ ولأسباب كثيرة؛ منها: حرب فيتنام والتوسع في الإنفاق الحكومي، وثورة أسعار النفط وارتفاع قيمة فاتورة الولايات المتحدة من الواردات النفطية، بدأ الفائض في الحساب الجاري، يتحول إلى عجز منذ مطلع الثمانينيات، وتدهورت السياسات الاقتصادية الكلية في الولايات المتحدة في النصف الأول من الثمانينيات؛ بفعل عامل آخر، هو الارتفاع الكبير في سعر صرف الدولار؛ بسبب الارتفاع الهائل في أسعار الفائدة الأمريكية؛ نتيجة الرغبة في محاربة التضخم، والتحول الذي حدث في تلك السياسات باتجاه تبني أفكار المدرسة النقدية وفرضياتها (Monetarist Theory)؛ وقد أدى ارتفاع سعر الدولار إلى انخفاض حاد في الصادرات وزيادة كبيرة في الواردات؛ وهذا فاقم العجز في الميزان التجاري.

ونتيجة اتفاقية بلازا (Plaza Accord)، وهي المبرمة في أيلول/ سبتمبر عام 1985، بين الدول الصناعية الرئيسة الخمس حينذاك؛ (وهي: الولايات المتحدة، والمملكة المتحدة، وفرنسا، وألمانيا الغربية، واليابان)، فقد بدأ الدولار بالانخفاض، مقابل العملات الرئيسة، وخاصة الين الياباني والمارك الألماني، وبالمقابل، اتبعت الدول الرئيسة الأخرى سياسة نقدية توسعية؛ بسبب ضغوط الولايات المتحدة، وبسبب خوفها من الآثار الانكماشية لضعف قيمة الدولار في اقتصاداتها، ولاسيما حجم صادراتها إلى الخارج؛ وكان من نتائج هذه السياسة النقدية المتساهلة: بروز فقاعة الأصول في اليابان، بدءاً من عام 1990، وبعد حصول توازن في الحساب الجاري الأمريكي فترة وجيزة بعد حرب الخليج الأولى: (الحرب ضد العراق لإخراجه من دولة الكويت عام 1990 - 1991)، فإن العجز قد انفجر على نحو غير مسبوق؛ بسبب انخفاض أسعار الفائدة بالقيم الحقيقية، ولكن، نتساءل: ما سبب هذا

الانخفاض، بالرغم من العجز الكبير في الحساب الجاري في الولايات المتحدة؟ الجواب هو: عدم قدرة عدد كبير من الدول على استيعاب مدخراتها في الاقتصاد المحلي ولو بوجود أسعار فائدة منخفضة على الدولار؛ فبدأت هذه الدول تتجه لتصدير رأس مالها إلى الخارج، وخاصة إلى الولايات المتحدة التي ازداد حسابها الجاري عجزاً.

ولإعطاء صورة عن التحولات في تدفق رأس المال إلى الولايات المتحدة، يمكن الإشارة إلى أنه خلال الفترة 1970 – 1972، كان صافي تدفق رأس المال للخارج من ألمانيا يساوي مليار دولار فقط: (0,5 ٪ من الناتج المحلي الإجمالي)، وخلال الفترة 1985– 1988، ازداد هذا التدفق إلى 38 مليار دولار سنوياً، أو ما يعادل 4٪ من الناتج المحلي الإجمالي، وخلال الفترة ذاتها ارتفع تدفق رأس المال من اليابان من 5 مليارات في العام إلى 75 مليار دولار: (3,6٪ من الناتج المحلي الإجمالي). وعموماً، فقد ارتفع صافي تدفق رأس المال إلى الولايات المتحدة من متوسط قدره مليارا دولار سنوياً خلال الفترة 1970 – 1972: (0,1٪ من الناتج المحلي الإجمالي)، إلى 129 مليار دولار سنوياً: (3٪ من الناتج المحلي الإجمالي)، خلال الفترة 1985 – 1988، إلا أن أواخر التسعينيات وبدايات القرن الحادي والعشرين، قد شهدت طفرة مذهلة في تدفق رؤوس الأموال عبر الحدود، ويقدر بنك التسويات الدولية (BIS)، أن حجم الأموال المتدفقة إلى الولايات المتحدة خلال الفترة من الربع الرابع لعام 2006، حتى الربع الثاني لعام 2007، قد بلغ 492 مليار دولار، وقد أسهمت المصارف والمؤسسات المالية العالمية في تدفق الأموال من البلدان ذات الفائض، وبشكل خاص اليابان ومنطقة اليورو ومراكز المال في آسيا والدول المصدرة للنفط إلى الولايات المتحدة، من خلال المراكز الوسيطة في بريطانيا، والمراكز المالية في البحر الكاريبي.[18]

ثمة عامل مهم أدى أيضاً، إلى تدفق رؤوس الأموال إلى الولايات المتحدة، وهو سياسات بعض الدول ذات الاقتصادات الناشئة، وخاصة في آسيا، في دعم أسعار صرف عملاتها، والحرص على أن تكون مرتبطة بدرجة ما، بالدولار الأمريكي؛ للحفاظ على

النمو القائم على الصادرات الرخيصة، وكان أحد الدروس المهمة التي تعلمتها الدول الآسيوية من الأزمة المالية عام 1997، هو الأهمية والضرورة لوجود احتياطيات مالية كبيرة؛ للدفاع عن العملات في وجه نشاطات المضاربة؛ ولتعزيز فرص النمو لدى هذه الدول، فقد تدخلت بكثافة لحماية عملاتها والمحافظة على أسعار صرف مستقرة؛ فأدى هذا إلى مراكمة هذه الدول احتياطياتٍ هائلة من العملات الأجنبية، وفيما بعد، بدأت هذه الدول بالبحث عن ملاذ آمن لهذه الاحتياطيات الكبيرة، وكانت الولايات المتحدة هي الجهة المفضلة، وبعبارة أخرى نقول: إن التدفقات الرأسمالية من خارج الولايات المتحدة تعمل على دعم الدولار؛ وهذا يؤدي إلى زيادة سعره في أسواق الصرف، وبهذا السعر المرتفع للدولار فإن إنتاج القطاعات الاقتصادية في الولايات المتحدة، وخاصة تلك الموجهة للتصدير، تبدأ بالانخفاض؛ بسبب عدم قدرتها على المنافسة، ويسعى مجلس الاحتياطي الفيدرالي لمعالجة ذلك من خلال تخفيض سعر الفائدة لإنعاش الاقتصاد ومنع ارتفاع معدلات البطالة؛ وبسبب انخفاض أسعار الفائدة فإن الطلب على الأصول: (العقارات والأسهم)، يزداد، ويزداد أيضاً، الطلب على السلع والخدمات التي يغذى بعضها، من خلال الواردات؛ وهذا يزيد العجز التجاري والعجز في الحساب الجاري.

الفقاعة العقارية

يشير أحد الدارسين المتخصصين في أسواق العقارات في الولايات المتحدة، وهو روبرت تشيلر، الذي قام حديثاً بوضع مؤشر لأسعار العقارات يتابع تطورها منذ أواخر القرن التاسع عشر حتى الآن، إلى أنه بإلقاء نظرة على تطور أسعار العقارات خلال الفترة 1890- 2006، يلاحظ أن أسعار المنازل قد ارتفعت على نحو غير طبيعي، منذ أواخر التسعينيات من القرن العشرين ومطلع القرن الحادي والعشرين؛ فخلال الفترة 1997-2008، ارتفعت أسعار المنازل في الولايات المتحدة بالقيم الحقيقية بنسبة 85٪، وهذا الارتفاع لا يمكن تفسيره بالتغيرات التي طرأت على حجم السكان أو الدخل أو تكاليف البناء أو أسعار الفائدة في الأجل الطويل،[19] ومن الملاحظ أن معظم المسؤولين

الأمريكيين خلال هذه الفترة، قد سارع إلى إنكار وجود مشكلة في السوق العقارية، فضلاً عن وجود فقاعة عقارية؛ ومن أبرز هؤلاء المسؤولين وقتئذٍ: آلان جرينسبان، رئيس مجلس الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، الذي يتذكر في كتابه الذي نشر عام 2007، بعنوان: **عصر الاضطراب** (*The Age of Turbulence*)، ما كان يقوله حول هذه الظاهرة، وبأنها لا يمكن أن تكون فقاعة عقارية بأي حال من الأحوال، وبأنها لا يمكنها أن تؤثر في سلامة الاقتصاد بشكل عام، أما بن برنانكي، رئيس مجلس الاحتياطي الفيدرالي الحالي ورئيس مجلس المستشارين الاقتصاديين للرئيس الأمريكي جورج بوش الابن سابقاً، فقد قال عام 2005: إن «أسعار المنازل قد ارتفعت بنسبة 25٪ خلال السنتين الماضيتين، إلا أن هذا الارتفاع يعكس سلامة الاقتصاد ومستوى أدائه القوي».[20]

وقد أثبتت الأحداث عدم واقعية توقعات هؤلاء المسؤولين والمحللين؛ فهذه الفقاعة العقارية لم تختلف عن سابقاتها إلا بالحجم وبآليات الحدوث، أما الفقاعات في أسعار الأصول: (العقارات والأسهم)، وهي التي غالباً ما ترتبط بالدورة الاقتصادية، والتي حاول شرحها كل من: ويسلي ميتشل (1913)، وإرفنج فيشر (1933)، وهيمان منسكي (1977)، وتشارلز كندلبرجر (1978)، فتشير ببساطة إلى دور ما يطلق عليه ظاهرة الإحلال (Displacement)؛ ووفقاً لذلك، فإن حدثاً مهماً - داخلياً أو خارجياً - يؤدي إلى ازدهار أحد القطاعات الاقتصادية أو الإنتاجية، وهذا الحدث، قد يكون نهاية حرب أو اكتشاف تقنيات جديدة؛ (مثل: السكك الحديدية، والطيران، وشبكة الإنترنت، والاتصالات... إلخ)؛ وهذا يولد فرصاً للأرباح والاستثمار، وإذا كان هذا الحدث كبيراً فإنه سيولد طفرة اقتصادية؛ حيث تبدأ الاستثمارات بالاتجاه لهذا القطاع، وتبدأ المؤسسات المالية بتحويل جزء من تمويلها إلى هذا القطاع (أو القطاعات)، ولو لم تلعب المصارف دوراً في ذلك، لكانت أشكال أخرى من التمويل ستبدأ بالتدفق إلى هذا القطاع، وهي تمثل بمصارف جديدة وشركات تمويل ومصارف أجنبية، أو منتجات مالية حديثة من خلال أدوات الائتمان الجديدة، ومن شأن هذه الاستثمارات: دفع الأسعار في هذا القطاع إلى

الأعلى؛ وهذا يزيد فرص الاستثمار والربح، وفي مرحلة لاحقة، تصل هذه الاستثمارات في هذا القطاع إلى حالة من الفورة والهلع، وتقود الفورة إلى حالة من الهيجان والاندفاع، لا تسمح للمستثمرين بالتمييز بين مجالات الاستثمار الجيدة من تلك غير الجيدة، وهنا، ينتعش الغش والتدليس، وعندما تفقد السوق توازنها؛ حيث إن قيمة العقارات أو الأسهم تفوق كثيراً المعدلات المعقولة والمقبولة، تبدأ السوق بفقدان واقعيتها، ويلجأ بعض المشاركين إلى أخذ الأرباح أو تقليل الخسائر والخروج من السوق؛ ومن ثم يبدأ الانخفاض الذي قد يتحول إلى تدافع وانهيار تامين.

وتؤدي الفورة (Boom) – لا محالة – إلى حالة من الديون الكبيرة؛ حيث لا يتمكن الوسطاء أو المتعاملون من خدمة التزاماتهم؛ بسبب شح السيولة أو تباطؤ التدفقات النقدية، وتمثل المرحلة الثانية بانتقال الأزمة إلى الاقتصاد الحقيقي؛ حيث تنخفض الأسعار، وتزداد المشكلات المالية وحالات الإعسار والإفلاس، وتمتنع المصارف عن الإقراض، ويتأثر الاقتصاد؛ بسبب انحسار الاستثمار وارتفاع درجات عدم التيقن وازدياد الشكوك وانخفاض الثقة بمتانة الاقتصاد، وقد ينتقل ذلك إلى المستهلكين الذين سيفضلون السيولة، ويمتنعون عن شراء السلع المعمرة أو السلع الكمالية؛ ومن ثم، فقد يدخل الاقتصاد في مرحلة ركود، أو ربما مرحلة كساد.[21]

وتؤثر فقاعات الأصول – عادة – في سلوك المستهلك وإنفاقه؛ فالزيادة الكبيرة في أسعار الأصول، تجعل الناس يغيرون توجهاتهم نحو الادخار والاستهلاك، من خلال ما يطلق عليه أثر الثروة (Wealth effects)؛ فالشعور بزيادة الثروة يدفع الأفراد إلى الاستهلاك أكثر، وخاصة في مجال السلع الترفيهية والكمالية والسفر والسياحة، والادخار أقل، وهناك اتجاه سلوكي آخر، يمثل بزيادة الاقتراض؛ لتمويل زيادة الإنفاق؛ اعتماداً على زيادة الثروة المتأتية من ارتفاع قيمة الأصول، وقد يتم ذلك من خلال الاقتراض بدعم من الأسهم أو العقارات (الرهن)، وفي معظم الأحيان – وخاصة في الولايات المتحدة – يتم ذلك من خلال عملية إعادة التمويل العقاري (Mortgage Equity Withdrawal, MEW).

التتابع التاريخي للأزمة

يُرجع معظم الباحثين بداية انفجار الأزمة إلى 15 أيلول/ سبتمبر عام 2008، وهو تاريخ إعلان إفلاس مؤسسة ليمان برذرز (Lehman Brothers)، بعد إخفاق الحكومة الأمريكية في الموافقة على صفقة إنقاذ لها، وتركها – من ثم – لمصيرها المشؤوم بالإخفاق والسقوط، ولا شك في أن حادثة سقوط ليمان برذرز، هي من الأحداث المهمة لا في تاريخ هذه الأزمة، بل في تاريخ التطور المالي والتطور الاقتصادي الحديثين، إلا أن مؤسسات مالية عدة، قد أشهرت إفلاسها أو اختفت من الساحة المالية، قبل ذلك بأشهر عدة، من دون أن تجتذب الاهتمام ذاته، وفيما يأتي تسجيل لأهم تلك الأحداث بحسب تاريخ وقوعها:

- 22/ 2/ 2007، قام بنك "إتش إس بي سي" (HSBC)، بإنهاء خدمات مدير إدارة القروض العقارية في الولايات المتحدة؛ بسبب خسائر حققها البنك، بمقدار 10,8 مليارات دولار.

- 9/ 3/ 2007، قامت شركة هورتون (D. R. Horton)، وهي كبرى الشركات لبناء المنازل في الولايات المتحدة، بإصدار تحذير بتحقيقها خسائر في سوق الإقراض الثانوي.

- 12/ 3/ 2007، تم وقف التعامل بأسهم شركة نيوسنشري فاينانشال (New Century Financial)، وهي إحدى كبرى المؤسسات المقرضة في السوق الثانية والسوق العالية المخاطر؛ بسبب الخشية من اللجوء إلى إعلان الإفلاس.

- 16/ 3/ 2007، قامت شركة أكريدت هوم ليندرز (Accredite Home Lenders)، بعرض ما لديها من قروض عالية المخاطر، ومقدارها 2,7 من مليارات الدولارات للبيع بحسم كبير.

- 15/ 6/ 2007، أعلن بنك بير ستيرنز (Bear Stearns)، وهو بنك استثماري أمريكي عمره حوالي 85 سنة، أن اثنين من صناديق التحوط التابعة له، والمتخصصة في مجال

الإقراض العقاري، يواجهان مشكلات في التزام تعهداتهما، وقد قام البنك المذكور بتوفير 3,2 مليارات لإنقاذ الصندوق الأول، والسماح للثاني بالانهيار، ومعه خسارة، بمقدار 1,5 مليار ونصف مليار من دولارات أسهم المساهمين.

- 6/ 8/ 2007، قدمت مؤسسة القروض المنزلية الأمريكية (AHM)، وهي أحد أكبر موفري قروض المنازل المستقلين، طلباً لإعلان الإفلاس، بعد أن قامت بإنهاء عقود عدد كبير من العاملين فيها؛ وقد كان سبب هذا الإجراء، ادعاء الشركة أنها ضحية الركود في سوق العقارات المنزلية في الولايات المتحدة.

- 9/ 8/ 2007، تعرضت أسواق الائتمان القصير الأجل للجمود، بعد أن أقدم البنك الفرنسي باريباس (BNP Paribas)، على وقف ثلاثة صناديق استثمارية تابعة له، قيمتها مليارا يورو؛ مرجعاً السبب إلى المشكلات في أسواق الإقراض الثانوية في الولايات المتحدة، وقد قام البنك المركزي الأوربي بضخ 95 مليار يورو في النظام المصرفي الأوربي؛ لتخفيف الضغوط المتأتية من مشكلة سوق الإقراض العالي المخاطر، وقد قام كل من: الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، والبنك المركزي الياباني، بخطوات مشابهة.

- 10/ 8/ 2007، قام البنك المركزي الأوربي، بتوفير مبلغ إضافي للبنوك، مقداره 61 مليار يورو.

- 13/ 8/ 2007، قام البنك المركزي الأوربي، بضخ 47,7 مليار يورو في أسواق المال، في خطوة هي الثالثة من نوعها خلال أيام معدودة.

- 16/ 8/ 2007، قامت شركة كونتري وايد فاينانشال (Countrywide Financial)، وهي كبرى الشركات الأمريكية المولدة للقروض العقارية، بسحب تسهيلاتها البالغة 11,5 مليار دولار.

- 17/ 8/ 2007، قام الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، بتخفيض سعر الحسم، بمقدار نصف نقطة.

- 14/ 9/ 2007، أجبرت مؤسسة نورثرن روك (Northern Rock)، وهي بنك ادخار بريطاني، على طلب سيولة من بنك إنجلترا: (البنك المركزي البريطاني)؛ فأدى هذا إلى انهيارها، ثم تأميمها، وكانت تكلفة صفقة الإنقاذ 42 مليار دولار.

- 2/ 10/ 2007، أعلن بنك يو بي إس (UBS) السويسري، أنه سيشطب ما مقداره 4 مليارات فرنك سويسري من الديون المتصلة بالقروض العقارية في سوق الإقراض العالي المخاطر، وبعد ذلك بعام قامت الحكومة السويسرية، بتحمل معظم الديون الملوثة (Toxic)، وضخ سيولة في البنك، بمقدار 6 مليارات فرنك سويسري؛ لإعادة رسملة البنك، وبلغت قيمة الصفقة الإنقاذية 5,3 مليارات دولار.

- 26/ 11/ 1007، أعلن البنك البريطاني إتش إس بي سي (HSBC)، خطة لإنقاذ استثماراته في أدوات الاستثمار المهيكلة (SIVs)، مقدارها 45 مليار دولار.

- أواخر عام 2007، شارك بعض الصناديق السيادية في شراء المصارف المتعثرة، وهي التي هبطت أسهمها بدرجة كبيرة؛ ومنها: سيتي بنك (CitiBank)؛ حيث قام جهاز أبوظبي للاستثمار بشراء حصة من أسهم البنك بقيمة 7,5 مليارات دولار، وقد قدرت مؤسسة مورجان ستانلي أن هذه الصناديق قد قامت بضخ ما مقداره 37 مليار دولار في أسواق الأسهم، منذ مطلع 2007، وهي تعادل أربع مرات، قيمة استثماراتها في هذه الأسواق عام 2006.

- 19/ 2/ 2008، أعلن البنك الفرنسي سوسيتيه جنرال (Société Générale)، اكتشافه تلاعباً في استثماراته في أسواق الأسهم والمال، وتورطه في الديون العقارية

العالية المخاطر، وقدرت الخسائر بحوالي 7 مليارات يورو، واضطر البنك إلى إصدار أسهم جديدة، بمقدار 5,5 مليارات يورو.

- 19/ 2/ 2008، أعلن بنك كريدي سويس (Credit Suisse)، إلغاء ديون معدومة، بمقدار 2,85 من مليارات الدولارات؛ بسبب التسعير الخاطئ، وفي تشرين الأول/ أكتوبر عام 2008، رفض المصرف رغبة الحكومة، في ضخ سيولة في مصرفه؛ لرفع رأس ماله، مفضلاً جمع أموال، بمقدار 10 مليارات فرنك سويسري من الصندوق السيادي لدولة قطر وعائلة العليان السعودية وصناعة كور (Koor) الإسرائيلية.

- 14/ 3/ 2008، أعلن البنك الاستثماري بير ستيرنز، نضوب السيولة لديه، وبعد ذلك أسرع الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، وبنك جي بي مورجان (J. P. Morgan)، إلى ضخ سيولة في هذا البنك؛ لضمان عدم انهياره، ثم قام جي بي مورجان، بشراء البنك بتاريخ 17/ 3/ 2008، دافعاً 10 دولارات عن كل سهم: (قيمة الصفقة 22 مليار دولار).

- 21/ 4/ 2008، أعلن رويال بنك أوف اسكتلند (Royal Bank of Scotland)، إصدار أسهم بقيمة 12 مليار جنيه إسترليني؛ لتعزيز احتياطيات رأس المال لديه.

- 6/ 6/ 2008، أعلن بنك ليمان برذرز، رغبته في الحصول على رأس مال جديد، وبدأت الشائعات بالانتشار حول وضعه المالي.

- 31/ 7/ 2008، أعلن دويتشه بنك (Deutsche Bank)، وهو بنك ألماني، شطب ديون، بمقدار 5 مليارات يورو.

- 31/ 8/ 2008، قامت مؤسسة اللاينز الألمانية (Allianz)، ببيع بنك درزدنر (Dresdner)، إلى بنك كوميرس (Commerzbank)، بمقدار 9 مليارات يورو.

- 7/ 9/ 2008، تم تأميم المؤسستين الأمريكيتين: فاني ماي، وفريدي ماك.

- 14/ 9/ 2008، قام بنك أوف أمريكا (Bank of America)، بشراء المؤسسة المالية العريقة ميريل لينش (Merrill Lynch)؛ بسبب الصعوبات المالية التي تواجهها هذه المؤسسة، بمبلغ 50 مليار دولار، وبلغ عدد الوظائف التي تمت خسارتها في هذه المؤسسة 5220 وظيفة.

- 14/ 9/ 2008، قدمت مؤسسة ليهان برذرز، طلباً لإشهار إفلاسها.

- 15/ 9/ 2008، تم إعلان إفلاس ليهان برذرز؛ بسبب تورط المؤسسة في المشتقات المالية للقروض العقارية؛ وقد أدى هذا الإعلان، إلى انهيار البورصة، بمقدار 30٪.

- 16/ 9/ 2008، وافق الاحتياطي الفيدرالي، على منح شركة التأمين الأمريكية (AIG)، ما مقداره 85 مليار دولار؛ لضمان التزام الشركة عقودَها، ومقابل ذلك، يتملك الاحتياطي الفيدرالي 79,9٪ من قيمة أسهم الشركة.

- 16/ 9/ 2008، ازداد القلق بشأن قدرة البنك البريطاني هاليفاكس بنك أوف سكوتلاند (HBOS)، على الحصول على السيولة، وانخفضت أسهمه، بمقدار كبير، ووافق البنك على عرض الشراء المقدم من بنك لويدز (Lloyds)، ثم وافق على خطة إنقاذ حكومية، مقدارها 21 مليار دولار.

- 17/ 9/ 2008، قبل بنك لويدز البريطاني، دعماً حكومياً، بمقدار 9,7 مليارات دولار.

- 22/ 9/ 2008، أعلن بنكا جولدمان ساكس (Goldman Sachs)، ومورجان ستانلي (Morgan Stanley)، خطة لتحولهما إلى مؤسسات مصرفية قابضة، وقيامهما بالأعمال المصرفية كافة.

- 25/ 9/ 2008، انهار بنك واشنطن ميوتشوال (Washington Mutual)، بعد تدهور سعره، وسحب ما قيمته 16,7 مليار دولار من الودائع، وقد تمت السيطرة عليه من مكتب الإشراف المالي (Office of Thrift Supervision)، ووضع تحت سلطة

مؤسسة ضمان الودائع الفيدرالية؛ فشكل هذا أكبر حادث إفلاس للبنوك في الولايات المتحدة، وقدرت قيمة الديون المعدومة بحوالي 19 مليار دولار.

- 28/ 9/ 2008، قامت ثلاث حكومات أوربية، بتوفير الدعم المالي للمؤسسة المالية فورتيز (Forties)، ومقدارها 16 مليار دولار.

- 29/ 9/ 2008، قامت الحكومة البريطانية، بتملك مؤسسة التمويل العقاري: برادفورد وبنجلي (Bradford & Bingley)، بعد أن قام المودعون، بسحب ودائعهم، وبلغت قيمة صفقة التملك 32,5 مليار دولار.

- 29/ 9/ 2008، قامت مجموعة سيتي جروب (CitiGroup)، بشراء مؤسسة واتشوفيا (Watchovia)، وهي سادسة كبرى مؤسسات التمويل العقاري في الولايات المتحدة، بعد أن وافقت مؤسسة ضمان الودائع الفيدرالية، على تحمل خسائر هذه المؤسسة، وتملك حصة، بمقدار 12 مليار دولار فيها.

- 29/ 9/ 2008، قامت الحكومة الآيسلندية، بامتلاك ثالث أكبر بنك في آيسلندا، وهو بنك جليتنر (Glitnir)، بعد انهيار أسهمه؛ بسبب القلق بشأن السيولة، وكانت قيمة الصفقة 864 مليون دولار.

- 29/ 9/ 2008، واجهت مؤسسة هيبو للعقارات (Hypo Real Estate)، صعوباتٍ مالية، وتم ضخ ما مقداره 35 مليار يورو، ثم في 5/ 10/ 2008، قامت الحكومة الألمانية برفع الدعم إلى 68 مليار يورو.

- 30/ 9/ 2008، انهارت أسعار البنك الفرنسي- البلجيكي، دكسيا (Dexia)، بنسبة 30٪، وقد قامت حكومات كل من: فرنسا، وبلجيكا، ولُكسمبورج، بتقديم دعم له، بمقدار 9,2 مليارات دولار.

- 7/ 10/ 2008، قامت الحكومة الآيسلندية، بتأميم ثاني أكبر بنك، وهو لاندزبانكي (Landsbanki).

- 8/ 10/ 2008، قامت الحكومة الآيسلندية، بتأميم أكبر مصرف تجاري في الدولة، وهو كويثنج (Kaupthing)، بعد انهيار الثقة بالنظام المصرفي في آيسلندا.
- 19/ 10/ 2008، قبل البنك الهولندي (ING)، دعماً من الحكومة، بمقدار 10 مليارات دولار.

الفصل الثاني

الآثار وسياسات المواجهة

قد تكون الأزمة المالية الأخيرة الأعنف، والأوسع انتشاراً، والأكثر تكلفة من بين كل الأزمات المالية التي ضربت العالم خلال تاريخه المكتوب، بما فيها أزمة الكساد العالمي الكبير في ثلاثينيات القرن الماضي؛ وهذا الحكم مبني على ما خلفته الأزمة من آثار حتى الآن، ومن غير المتوقع أن تنتهي تداعيات الأزمة على نحو سريع حاسم في الأجل القصير؛ أي خلال السنتين اللاحقتين أو السنوات الثلاث القادمة؛ ونظراً إلى أن الأزمة ماتزال تتقلب صفحاتها كل يوم، وتفتح فصولها الجديدة في كل ساعة، فمن الصعب حصر كل التكاليف التي خلفتها في جميع دول العالم، إلاّ أن محاولة أولية لإلقاء نظرة على ذلك، أمر لا بد منه؛ لاستكمال صورة حجم الأزمة وعمقها وانتشارها، وهي مهمة هذا الفصل. وبالإضافة إلى ذلك فإن هذا الفصل سيحاول أيضاً، إلقاء الضوء على أهم السياسات التي اتخذتها الحكومات للتصدي لهذه الأزمة ومعالجتها والتخفيف من آثارها.

التكاليف الاقتصادية للأزمة

تكاليف الأزمة متعددة، وهي تشمل الخسائر التي كُبِّدتها أسواق المال العالمية، والديون المعدومة التي تحملتها المصارف التجارية، وستتحملها، والخسائر التي تحملها الاقتصاد العالمي؛ جراء تحول معدلات النمو الاقتصادي القوية والموجبة إلى معدلات سالبة، وتكاليف انخفاض حجم التجارة العالمية، وتكاليف البطالة على مستوى العالم، وتكاليف صفقات الإنقاذ، والدعم المالي الذي قدمته الحكومات، وقد قام المؤلف بعمل تقدير مبدئي لجميع هذه الخسائر، اعتماداً على دراسات متعددة من بعض المنظمات المالية الدولية ومراكز البحوث، ووجد أنها تصل إلى حدود 74 تريليون دولار أمريكي، وهذا التقدير تم احتسابه حتى الأشهر التي سبقت الأزمة في اليونان التي برزت عام 2010؛

ونظراً إلى أن الأزمة ماتزال تتابع فصولها حتى الآن، فينبغي أخذ هذه التقديرات على أنها أوّلية وليست نهائية، وتساوي تكاليف هذه الأزمة مرة وثلثاً من حجم الناتج المحلي الإجمالي لجميع دول العالم (بتقدير عام 2009، وهو الذي يصل إلى 54,9 تريليون دولار)، وأكثر من أربعة أمثال حجم الناتج المحلي الإجمالي للاقتصادات الناشئة والدول النامية مجتمعة (17,6 تريليون دولار)، وحوالي 48 مرة من حجم الناتج المحلي الإجمالي للدول الآسيوية الحديثة التصنيع (1,5 من تريليونات الدولارات)، ويعادل مقدار ما أنتجته القارة الإفريقية خلال السنوات الخمس والستين الماضية.

وتقدر مؤسسة ماكينزي الخسائر في أسواق الأسهم العالمية بحوالي 28,8 تريليون دولار خلال عام 2008، والنصف الأول من عام 2009؛ إذ إن أسعار هذه الأسهم قد خسرت نصف قيمتها تقريباً عام 2008 وحده، وكان هذا الهبوط عالمياً، وقد شمل الدول التي يغطيها المسح الذي تقوم به المؤسسة، وهو يشمل 112 دولة، ويضاف إلى ذلك، خسائر في قيمة الأصول المالية الأخرى: (الأوراق المالية المتعلقة بالملكية، وأوراق الدين الخاص، والدين الحكومي، والودائع المصرفية)، بمقدار 16 تريليون دولار عام 2008 وحده؛ إذ إن قيمة هذه الأصول قد انخفضت من قيمتها البالغة 194 تريليون دولار في وقت الذروة عام 2007، إلى 178 تريليوناً عام 2008.[1]

ويقدر **تقرير الاستقرار المالي العالمي** (*Global Financial Stability Report*)، وهو الذي يصدره صندوق النقد الدولي (تشرين الأول/ أكتوبر عام 2009)، الخسائر العالمية للقروض والأوراق المالية الأمريكية بحوالي 2,9 من تريليونات الدولارات، والتقديرات المتوقعة للخسائر في القروض والأوراق المالية المستحدثة في أوربا واليابان، وهو يرفع تلك الخسائر الإجمالية إلى حوالي 4 تريليونات دولار.[2] وقد فاق الدعم الإجمالي للنظام المالي الذي جاء من الحكومات والبنوك المركزية في دول العالم 29 تريليون دولار؛ منها: 12,5 تريليوناً لدعم السيولة، و2,8 من التريليونات لشراء الأصول، و14,4 تريليوناً، ضماناتٍ حكومية، أما الناتج المحلي الإجمالي العالمي الذي

بلغ ذروته عام 2008، بمقدار 61,2 تريليون دولار، فقد انخفض إلى 57,9 تريليون دولار عام 2009؛ أي بخسارة، مقدارها حوالي 3,3 تريليونات دولار، وأصبح التراجع في معدلات النمو الاقتصادي ظاهرة عالمية بعد انتشار الأزمة خارج حدود الولايات المتحدة وأوربا؛ فقد شهدت دول وسط آسيا ومنغوليا أكثر التراجعات في معدلات النمو الاقتصادي حدة (- 14,4٪)، تليها الدول الآسيوية الحديثة التصنيع، وهي تشمل: هونج كونج وكوريا وسنغافورة وتايوان (- 10,9٪)، ثم دول وسط أوربا وشرقها (- 10,4٪)، ودول غرب الهمسفاير؛ أي: [دول أمريكا اللاتينية والكاريبي] (- 8,3٪)، والدول الآسيوية الخمس، وهي: إندونيسيا وماليزيا والفلبين وتايلند وفيتنام (- 6,6٪)، والدول المتقدمة (- 6,5٪). انظر الجدول (2-1).

يضاف إلى ذلك، تأثير الأزمة في توازن الحساب الجاري والموازنات العاملة لدول العالم، وخاصة الدول المتقدمة؛ فالعجز في الموازنة العامة نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي للحكومة الفيدرالية للولايات المتحدة لعامي 2009 و2010، بلغ -11,3٪ و-11٪ بالتتابع، ونسبة الدين الحكومي الإجمالي الأمريكي إلى الناتج المحلي الإجمالي ارتفع من 62٪ عام 2006، إلى 92٪ بحلول عام 2010، أما معدل البطالة في الولايات المتحدة فقد ارتفع من 4,9٪ قبل الأزمة إلى 9,2٪ عام 2009، ويتوقع له أن يتجاوز 10٪ في نهاية عام 2010.

لقد تدهور الإنتاج الصناعي والتجارة السلعية في الربع الأخير من عام 2008، ومطلع عام 2009 في جميع دول العالم، وبشكل خاص في الدول المتقدمة والاقتصادات الناشئة؛ بسبب انخفاض شراء السلع الاستثمارية والسلع المعمرة؛ مثل: السيارات والإلكترونيات، وهو الذي نجم عن الاضطراب في الائتمان وزيادة عدم التيقن؛ فزاد هذا مخزون هذه السلع، وكان من الآثار الجانبية للأزمة كذلك: هروب رأس المال والاستثمارات إلى الملاذات الآمنة والرجوع إلى الأوطان؛ فقد انخفضت تدفقات رأس المال الدولية بدرجة كبيرة في الربع الأخير من عام 2008، وأصبحت تلك التدفقات

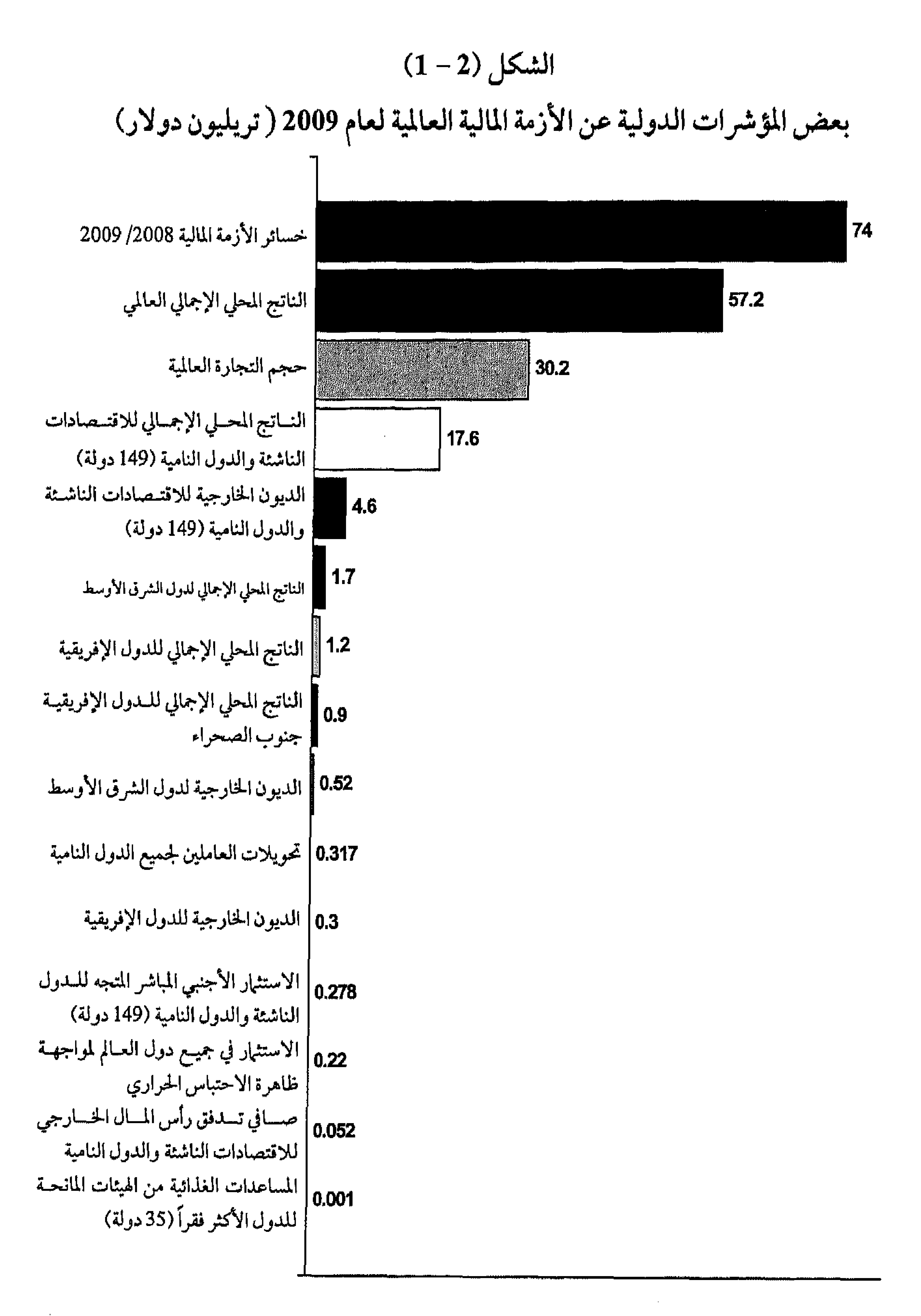
محابية للأسواق التي تتميز بالسيولة، والأسواق التي تحظى فيها الأوراق الحكومية بدرجة عالية من الأمان؛ ولهذا السبب فإن تدفق صافي رأس المال للاقتصادات الناشئة والدول النامية قد انهار، وهذه التحولات أثرت في أسعار صرف العملات.

وقد يكون من المفيد وضع الخسائر الاقتصادية التي سببتها الأزمة المالية العالمية ضمن إطار من المقارنات؛ لاكتشاف حجم تلك الخسائر، ويحوي الشكل (2-1)، بعض تلك المقارنات التي تشير مثلاً، إلى أن تلك التكاليف تساوي حوالي مرتين ونصفاً من قيمة حجم التجارة العالمية؛ أي: (قيمة الصادرات والواردات)، لعام 2009، وهي تساوي أكثر من أربعة أمثال الناتج المحلي الإجمالي لجميع الاقتصادات الناشئة والدول النامية، وهي التي يصل عددها إلى 149 دولة، ولو جمعت الديون الخارجية للاقتصادات الناشئة والدول النامية كلها لما ساوت إلا واحداً من ستة عشر؛ أي: (6٪ تقريباً)، من حجم خسائر الأزمة المالية.

ولو قصرت المقارنة على الدول النامية وحدها، لرسم ذلك صورة معبرة جداً عن مدى الضياع والفقد اللذين عانتهما دول العالم؛ جراء المغامرات المالية للمؤسسات والمستثمرين البعيدين عن الرقابة والمحاسبة؛ فالناتج المحلي الإجمالي لجميع دول الشرق الأوسط، بما فيها معظم الدول الرئيسة المصدرة للنفط، على سبيل المثال، لا يتجاوز 1,7 من تريليونات الدولارات، أما الديون الخارجية لجميع دول الشرق الأوسط والقارة الإفريقية مجتمعة فتقارب 820 مليار دولار، وهذا يساوي 1٪ فقط من حجم الخسائر العالمية؛ جراء الأزمة المالية. وأخيراً فإن ما أنفقه العالم لمواجهة التحديات البيئية وظاهرة الاحتباس الحراري عام 2008، يقارب 220 مليار دولار، والمساعدات الغذائية التي تلقاها أكثر الدول فقراً في العالم، وهي التي واجهت مجاعاتٍ وحروباً تصل إلى 1,6 من مليارات الدولارات فقط، وهذه نقطة في بحر الأموال التي خسرتها البشرية خلال أشهر عدة من الأزمة المالية.

الشكل (2 - 1)

بعض المؤشرات الدولية عن الأزمة المالية العالمية لعام 2009 (تريليون دولار)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المصادر الآتية:

IMF, *World Economic Outlook* (various issues); The World Bank, *World Development Report* (various issues); UNDP, *Human Development Report* (various issues).

الجدول (2 - 1)

التباطؤ في النمو الاقتصادي بحسب مجموعات الدول، 2007 – 2009

المجموعة	2007 (٪)	2008 (٪)	2009 (حتى تموز/ يوليو) (٪)	التغير 2009 - 2007 (٪)
الدول النامية في آسيا*	10,6	7,7	5,5	5,1 -
الدول الآسيوية الخمس**	6,3	4,9	0,3 -	6,6 -
الدول الآسيوية الحديثة التصنيع***	5,7	1,6	5,2 -	10,9 -
وسط أوربا وشرقها	5,4	2,9	5 -	10,4 -
وسط آسيا ومنغوليا	8,6	5,5	5,8 -	14,4 -
الشرق الأوسط	6,3	5,9	2	4,3 -
غرب الهامسفير: (دول أمريكا اللاتينية والكاريبي)	5,7	4,2	2,6 -	8,3 -
العالم	5,2	3,2	1,4 -	6,6 -
الدول المتقدمة	2,7	0,9	3,8 -	6,5 -
الاقتصادات الناشئة والدول النامية	8,3	6,1	1,5	6,8 -

* وهي تشمل: بنجلاديش، وبوتان، وكمبوديا، والصين، وفيجي، والهند، وإندونيسيا، وكيريباتي، ولاوس، والمالديف، وميانمار، ونيبال، وباكستان، وبابوا غينيا الجديدة، والفلبين، وساموا، وجزر سولومون، وسيريلانكا، وتايلند، وتونجا، وفانواتو، وفيتنام.

** وهي تشمل: إندونيسيا، وماليزيا، والفلبين، وتايلند، وفيتنام.

*** وهي تشمل: هونج كونج، وكوريا، وسنغافورة، وتايوان.

المصدر:

Morris Goldstein & Daniel Xie, "The impact of the financial crisis on emerging Asia," Working Paper, WP 09-11 (Washington, DC: Peterson Institute for International Economics, October 2009), p. 5.

آثار الأزمة المالية في الدول الصناعية

نظراً إلى أن منشأ الأزمة كان في الولايات المتحدة الأمريكية، ثم انتقلت إلى أوربا قبل أن تنتشر عالمياً، فإنه من المتوقع أن تكون هذه الدول: (الولايات المتحدة وأوربا)، هي أكثر

الدول تـأثراً بالأزمـة؛ ففـي البدايـة كـان القطـاع المـالي أكثـر القطاعـات تـأثراً بالأزمـة، وبالإضافة إلى المؤسسات الكبرى ذات الأسماء اللامعة، وهي التي أعلـن إفلاسـها أو تـم إغلاقها أو إعادة هيكلتها أو تملكها من الحكومة؛ مثل: ليمان برذرز وفـاني مـاي وفريـدي ماك ونورثرن روك وبير ستيرنز وغيرها، فإن الأزمة قـد أصـابت المئـات مـن المؤسـسات المالية غير المشهورة.

ففي الولايات المتحدة، تم – منذ مطلع عام 2007، حتى أيلول/ سـبتمبر عـام 2009 – إغلاق 115 مصرفاً تجارياً، والغالبية العظمى من هذه المصارف تم إغلاقها عام 2009 وحده (89 مصرفاً تجارياً)، وتنتشر هذه المصارف في طول الولايات المتحدة وعرضها، وتتوزع بـين المدن الكبرى والضواحي الصغيرة، وبالمقارنة فقط، نجد أن عدد المصارف التي تـم إغلاقهـا في الولايات المتحـدة خـلال الفـترة مـن تـشرين الأول/ أكتـوبر عـام 2000، حتـى كـانون الثاني/ يناير عام 2007، كان 24 مصرفاً فقط، وهذه الفترة كانت مهمـة في تـاريخ الولايـات المتحدة؛ لأنها شهدت أزمتـين كبيرتـين: فقاعـة أسـهم التكنولوجيـا عـام 2000، وأحـداث الحادي عشر من أيلول/ سبتمبر عام 2001، وما تبعهما من ركود اقتصادي.

ومن القطاعات التي تأثرت كثيراً بالأزمة: القطاع العقـاري؛ ففـي الولايـات المتحـدة وأوربا استمرت أسواق العقارات التجارية في الانخفاض، (وهـي التـي تـشمل الإقـراض العقاري التجاري، والقروض للمطورين العقاريين والمقاولين)، وقد تأخر القطاع العقـاري التجاري في تأثره بالأزمة، وهو الآن يعاني آثارها الكاملة، وقد أسهمت عوامل عدة في البيـع الاضطراري والتخلف عـن الـسداد في الولايـات المتحـدة، وهـذه العوامـل هـي: ارتفـاع معـدلات البطالـة، ومعـدلات الإخـلاء، وانخفـاض أسـعار العقـارات، وتـشديد شروط الإقـراض، كما أن أسـواق العـقارات التجـارية في أوربا خضـعت هـي الأخرى – وماتزال تخضع – للضغوط، وخاصة في أيرلندا وإسبانيا وبريطانيا؛ حيث انخفضت الأسعار بدرجـة كبيرة، وفي الولايات المتحدة انخفضت أسعار المنازل بنسبة 33٪ مقارنـة إلى أسـعار الـذروة عام 2006، وفي أوربا كان الانخفاض في أيرلندا 18٪، وفي بريطانيا 12٪، وفي فرنسا 8٪ وفي إسبانيا 7٪، وفي النرويج 7٪، وفي كل من: فنلندا، والدنمارك 5٪.[3]

ويقدر صندوق النقد الدولي الديون المعدومة للبنوك التجارية، بحوالي 2,8 من تريليونات الدولارات، (وهي تشمل القروض والأوراق التجارية)، وكانت الديون الملغاة حتى منتصف عام 2009، حوالي 1,3 تريليون دولار، وقد اعترفت المصارف التجارية في الولايات المتحدة حتى الآن بحوالي 60٪ من الديون المعدومة المتوقعة، بينما تبلغ هذه النسبة في أوربا 40٪ فقط؛ ويعود التباطؤ في الاعتراف بالديون المعدومة في منطقة اليورو وبريطانيا مقارنة إلى أمريكا، إلى عوامل عدة؛ منها: التباطؤ في دورة الائتمان، والحصة الكبيرة التي تشكلها الأوراق المالية في موازنات البنوك الأمريكية، والاختلاف في النظم المحاسبية.[4]

وقد عانت دولتان من بين الدول المتقدمة بشكل خاص، هذه الأزمة المالية، وهاتان الدولتان هما اليابان وآيسلندا؛ فقد شهدت اليابان انهياراً في الإنتاج والصادرات في الأشهر التي أعقبت بدء الأزمة العالمية، فالناتج المحلي بالأسعار الحقيقية انخفض بمقدار 12,1٪ في الربع الأخير من عام 2008، والصادرات أسهمت بحوالي 15٪ من هذا الانخفاض. وكان أداء اليابان هو الأسوأ بين الدول الصناعية الكبرى، وتظهر الإحصاءات في مطلع عام 2009، انخفاضاً أكبر في الإنتاج الصناعي، ومعظم الانخفاض في صادرات اليابان؛ كان بسبب انخفاض الطلب العالمي على السيارات وتكنولوجيا المعلومات والسلع الرأسمالية؛ حيث اتجهت الشركات والمستهلكون للتخفيض من حجم استثماراتهم ومن شراء السلع المعمرة في ظل ازدياد درجة عدم اليقين، وتشير إحصاءات تسجيل السيارات على وجه الخصوص، إلى انهيار في مبيعات السيارات في عدد من الدول؛ ونتيجة لذلك، فإن صادرات اليابان من السيارات انخفضت بنسبة 65٪ منذ أيلول/ سبتمبر عام 2008، وانخفضت الشحنات إلى الولايات المتحدة بنسبة 75٪؛ ومما زاد سوء أداء اليابان قوة ارتباط صادراتها بالدول الحديثة التصنيع، والاقتصادات الناشئة في آسيا، وفاقم ذلك ارتفاع قيمة الين في أسواق الصرف الدولية بما مقداره 30٪ بالقيم الحقيقية: (انخفض الوان الكوري بنسبة 60٪

مقابل الين الياباني خلال الفترة ذاتها). وبشكل عام فإن حصة الصادرات من الصناعات اليابانية تعد عالية جداً؛ وهذا ما يجعل القيمة المضافة للصناعة عرضة للتقلبات في الأسواق الدولية؛ فاليابان على سبيل المثال، تصدِّر حوالي 60٪ من إنتاجها من السيارات، مقارنة إلى صادرات الولايات المتحدة من السيارات، وهي التي تبلغ 20٪ من إنتاجها فقط.[5]

أما آيسلندا فقد حدثت فيها أزمة مصرفية كبيرة جداً، إلى درجة أن الحكومة لم تستطع فعل الكثير لإنقاذ نظامها المصرفي، وفي نهاية عام 2007، كانت أكبر ثلاثة مصارف في آيسلندا لديها حوالي 125 مليار يورو من الأصول، الكثير منها يتم استخدامه في الإقراض في أسواق الجملة، وفي اقتصاد حجمه 14,5 مليار يورو فقط، وخلال الأزمة المالية العالمية لم تتمكن المصارف الآيسلندية من إعادة تمويل ديونها؛ بسبب الجمود الذي أصاب أسواق المال، وفي نهاية أيلول/ سبتمبر عام 2008، قامت الحكومة الآيسلندية بتأميم جزئي لمصرف جليتنر (Glitnir)، ثالث أكبر المصارف في الدولة؛ إثر ذلك انخفضت العملة الآيسلندية (الكرونا)، إلى مستوى قياسي مقابل اليورو، وفي مطلع تشرين الأول/ أكتوبر عام 2008، قامت الحكومة بالسيطرة على المصرفين الآخرين لاندزبانكي (Landsbanki)، وكوبثنج (Koupthing)، وفي 10 تشرين الأول/ أكتوبر عام 2008، خسرت المجالس والمحافظ البريطانية والكثير من المؤسسات الأخرى حوالي 860 مليون جنيه إسترليني؛ بوصفها ودائعَ لدى هذه المصارف، وقامت الحكومة البريطانية بالتهديد باتخاذ إجراءات قانونية ضد الحكومة الآيسلندية؛ رداً على الخلاف بشأن الودائع البريطانية المجمدة في تلك المصارف، كما أقدمت الحكومة البريطانية على تجميد أصول الشركات الآيسلندية في بريطانيا، باستخدام قانون مكافحة الإرهاب والحفاظ على الأمن، وفي منتصف تشرين الثاني/ نوفمبر عام 2008، وافقت آيسلندا على احترام التزاماتها للمودعين في البنوك الآيسلندية في الخارج بما فيها بريطانيا، وحصلت – مقابل ذلك – على قرض من صندوق النقد الدولي، مقداره 2,1 مليارا دولار.[6]

آثار الأزمة في الاقتصادات الناشئة والدول النامية

يعد التمويل القناة الرئيسة التي أثرت بها الأزمة العالمية في الاقتصادات الناشئة، فالأزمة منذ بداياتها أثرت في سوق الاقتراض بين المصارف، وبحلول آب/ أغسطس عام 2007، أصيبت هذه الأسواق بتوقف شبه كامل، وتشير الدلائل إلى لجوء المستثمرين إلى المجالات ذات الجودة والابتعاد عن المخاطر؛ ولهذا السبب قفز سعر الذهب؛ بوصفه أكثر الملاذات أمناً وخاصة في أوقات الأزمات، من 660 دولاراً للأونصة في آب/ أغسطس عام 2007، إلى 1002 من الدولارات للأونصة، خلال فترة تعرض بنك الاستثمار بير ستيرنز لمخاطر في 16 آذار/ مارس عام 2008، وتقدم بنك جي بي مورجان ومجلس الاحتياطي الفيدرالي بصفقة الإنقاذ له؛ وبعد ذلك انخفض سعر الذهب بنسبة 10٪ خلال وقت قصير؛ ليعاود الارتفاع ثانية بنسبة 20٪ بعد تفجر أزمة ليمان برذرز.

ولم تتأثر الاقتصادات الناشئة بالأزمة في بداياتها، إلا أنها بدأت تشعر بآثارها منذ أواخر عام 2008، بعد اشتداد أزمة السيولة، وأزمة الثقة حول المصارف والمؤسسات المالية التي تأثرت فعلاً بالأزمة أيضاً، والخشية من عدوى الإصابة بالأزمة (Contagion)، وتحولت - بالسالب - تدفقات رأس المال إلى أسواق الأسهم وصناديق الديون المشتركة (Mutual)، في هذه الدول بشكل خاص، وتبخرت الأرباح التي حققتها أسواق تلك الدول خلال الطفرة الاقتصادية السابقة في فترة قصيرة من الزمن، وبدأ الفرق بين أسعار الفائدة لشركات هذه الدول وسعر الفائدة لوزارات الخزانة يتسع، وكذلك، فإن تكاليف التأمين (CDSs)، ضد احتمالات عدم الوفاء بالديون من المؤسسات السيادية، ارتفعت بدرجة كبيرة في أسواق كثيرة من أسواق الاقتصادات الناشئة.

وكان أكثر الدول تأثراً بالأزمة: الاقتصادات الناشئة، والدول التي كان لديها عجز كبير في الحساب الجاري، وهي التي كانت مصارفها تعتمد قبل الأزمة بدرجة كبيرة على تمويل الجملة (Wholesale Finance)؛ ومن هذه الدول: أوكرانيا والمجر وباكستان ولاتفيا، وهذه

جميعاً لجأت إلى صندوق النقد الدولي؛ للحصول على قروض مالية كبيرة للتعامل وأزماتها، وعلى العكس من ذلك، فإن الدول التي تمكنت من بناء احتياطيات مالية كبيرة قبل الأزمة؛ مثل: كوريا وروسيا، قامت باستخدام هذه الاحتياطيات للتخفيف من آثار الأزمة.[7]

أما بالنسبة إلى الدول النامية والدول المنخفضة، من حيث الدخل، فإن السنوات التي سبقت الأزمة العالمية كانت سنواتٍ مميزة؛ فمتوسط نصيب الفرد من الدخل، وهو الذي شهد انخفاضاً في هذه الدول في الثمانينيات والتسعينيات من القرن العشرين، حقق معدل نمو يبلغ 3,2٪ سنوياً خلال الفترة 2001 – 2007، وكانت ظروف التمويل الدولي محابية؛ إذ إن صافي تدفقات رأس المال الخاص، ازداد من 1,2٪ إلى 7,4٪ من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة 2000 – 2007، وكان الحساب الجاري والتوازن في مالية الحكومة لهذه الدول، جيدين بشكل عام، مقارنة إلى الفترات التي سبقت، وأصيبت هذه الدول منذ مطلع عام 2007، بصدمة ارتفاع أسعار الغذاء والوقود، واستمر ذلك حتى منتصف عام 2008، وقد كلف ارتفاع الغذاء الدول المنخفضة الدخل 1٪ من الناتج المحلي الإجمالي، أما ارتفاع أسعار الوقود فقد كلفها 3,5٪ من الناتج المحلي الإجمالي لها؛ وقد أدى ذلك إلى تدهور التوازن الخارجي للكثير من الدول المستوردة للغذاء والوقود، وارتفاع معدلات التضخم، وانخفاض الدخل والإنفاق العائليين؛ حيث تم استخدام الفوائض والمدخرات التي تم تكوينها خلال الحقبة السالفة؛ لمواجهة الزيادة في الإنفاق على الوقود والطعام في جملة إنفاق الأسرة، وهو الذي يقدر بحوالي 50٪.[8]

لقد كانت التوقعات الأولية، تشير إلى أن الأزمة المالية العالمية ستكون لها آثار محدودة في الدول المنخفضة الدخل؛ بسبب ضعف ارتباط أسواق هذه الدول بأسواق المال العالمية، ولكن بعد تعمق أزمة الاقتصاد الحقيقي والقطاعات الإنتاجية، وامتدادها، وتأثير ذلك في الإنتاج والتوظيف في الدول الصناعية؛ فقد انتقل ذلك ليؤثر في حجم الطلب على السلع الأولية المستوردة؛ ومنها: تلك الآتية من الدول النامية، وقد لجأت الشركات والأفراد، في رد فعل لتشدد الظروف والتكاليف للإقراض وزيادة درجة عدم التيقن، إلى تأخير الإنفاق

على الاستثمار وشراء السلع المعمرة، وتم تعديل معدلات النمو التي ستحققها الدول النامية والدول المنخفضة بالسالب، من حيث الدخل؛ لأخذ العوامل الآتية في الحسبان: انخفاض أسعار المواد الأولية، وانخفاض الطلب العالمي على هذه السلع، وانخفاض تحويلات العاملين، ولا يمكن إغفال أن هناك بعض الآثار الإيجابية للأزمة في هذه الدول؛ ومنها: انخفاض أسعار الوقود وأسعار الغذاء المستورد.

وهناك قنوات عدة، انتقلت من خلالها آثار الأزمة المالية من الدول الصناعية إلى الدول النامية والدول المنخفضة، من حيث الدخل؛ ومن هذه القنوات:

أسعار المواد الأولية

واجهت الدول المنخفضة الدخل تحديات غير مسبوقة؛ بسبب التقلبات في أسعار الغذاء والوقود، وهي التي ارتفعت خلال الفترة من عام 2005، إلى منتصف عام 2008، ثم تلاها تراجع حاد في أسعار الكثير من السلع الأولية خلال النصف الثاني من عام 2008؛ فقد انخفضت أسعار النفط من 147 دولاراً للبرميل منتصف عام 2008، إلى ما بين 30 و35 من الدولارات للبرميل في كانون الأول/ ديسمبر عام 2008، ثم رجعت إلى مستوى 70 دولاراً للبرميل حتى أيلول/ سبتمبر عام 2009، إلاّ أن انخفاض أسعار الغذاء كان أقل حدة، والارتفاع الشديد في السنوات 2005 – 2008، لم يقابله انخفاض موازٍ في السنوات اللاحقة؛ ففي آب/ أغسطس عام 2009، كانت أسعار الغذاء أعلى بنسبة 57,6٪ من المستويات التي كانت سائدة عام 2005، بينما كانت أسعار الوقود أعلى بنسبة 27,5٪ فقط عن المتوسط الذي كان سائداً عام 2005.

وقد عانت دول منخفضة الدخل صدمة قوية؛ فواحدة من بين كل خمس من هذه الدول، عانت خسائر في معدلات التبادل الدولي تفوق 3٪ من الناتج المحلي الإجمالي لعام 2008، وبعضها؛ مثل: تشاد، وجوَيانا، وموزامبيق، واليمن، وزامبيا، عانى خسائر تفوق 5٪، والكثير من الدول المنخفضة الدخل، عانى انخفاضاً شديداً في حجم التجارة، ترجم في الكثير منها إلى

حجم أقل من إيرادات الصادرات، وتآكل في قاعدة الضرائب، وتشير الدلائل في شرق إفريقيا إلى انخفاض حاد في الإيرادات الزراعية؛ نتيجة انخفاض الصادرات من القطن من تنزانيا، وانخفاض أسعار القهوة بأكثر من 25٪ في رواندا، وأصيبت صناعة المناجم بضربة قوية؛ جراء الأزمة، وأدى انخفاض أسعار النحاس إلى طرد ربع العاملين في المناجم في زامبيا عام 2008، وانخفضت إلى النصف أسعار الصادرات من منغوليا: (النحاس والقصدير والنفط والصوف)؛ وقد أدى التباطؤ الاقتصادي الذي تبع ذلك، إلى تخفيض ساعات العمل بين 50٪ و70٪ للعاملين في مواقع التشييد، والتحميل والتفريغ للسفن.[9]

قناة التجارة

تدنت الصادرات من الدول المنخفضة الدخل خلال النصف الأول من عام 2009، متأثرة بعوامل عدة؛ منها: انخفاض الطلب على سلع هذه الدول من الدول الأخرى بنسبة بين 5٪ و10٪، وفاقم ذلك، انخفاض أسعار المواد الأولية، وكان متوقعاً للصادرات السلعية لهذه الدول أن تنخفض بنسبة 14,4٪ عام 2009، مقارنة إلى ارتفاع قدره 22,8٪ عام 2008، وهذا التطور في التجارة الخارجية؛ أدى إلى تدهور في الميزان التجاري للدول المنخفضة الدخل؛ فقد ازداد العجز في الميزان التجاري لهذه الدول من 19,4 مليار دولار (6,3٪ من الناتج المحلي الإجمالي)، عام 2005، إلى 48,6 مليار دولار (9,2٪ من الناتج المحلي الإجمالي) عام 2009، وعانت الدول المنخفضة الدخل في شرقي آسيا وإفريقيا جنوب الصحراء وأمريكا اللاتينية، عجزاً في الحساب الجاري يتراوح بين 8,7٪ و11,7٪ من الناتج المحلي الإجمالي خلال 2008/ 2009.[10]

قناة أسواق المال

بالرغم من جهود الإصلاح والتطوير والتحسين، فإن المؤسسات المالية في الدول المنخفضة الدخل، ماتزال ضعيفة وغير متكاملة والنظام المالي العالمي، ولا تتسم بالعمق، ومع ذلك، فإن الآثار بدأت تظهر في الدول التي اتخذت خطوات لدخول أسواق المال

الدولية؛ (مثل: غانا وسيريلانكا)، أو حيث يرتفع التمويل الأجنبي المباشر، وغير المباشر في الأسواق المحلية: (كينيا ونيجيريا ومالاوي وغانا وأوغندا وزامبيا)، وفي بعض هذه الدول، بدأ نشاط المصارف الأجنبية في أسواقها المحلية يتقلص؛ نتيجة شح السيولة، وبدأ بعض الدول النامية، يشهد هروباً لرأس المال وضغوطاً على أسعار الصرف، وهبطت تدفقات رأس المال الخاص للدول المنخفضة الدخل بدرجة كبيرة عام 2008؛ لتصل إلى 21 مليار دولار، مقارنة إلى 30 مليار دولار عام 2007، وكان متوقعاً لها أن تنخفض بشكل أكبر مع نهاية عام 2009؛ لتبلغ 13 مليار دولار.[11]

والاستثناء من ذلك، كان الاستثمار الأجنبي المباشر (FDI)، وهو الذي ازداد أهمية في السنوات الأخيرة؛ حيث إن وفرة الموارد الطبيعية وتحرير الاقتصاد أديا إلى تدفق هذه الاستثمارات؛ فازداد الاستثمار الأجنبي المباشر بشكل متواصل خلال الفترة 2000 – 2007؛ ليصل إلى 20 مليار دولار، مشكلاً 5٪ من الناتج المحلي الإجمالي لهذه الدول، و65٪ من تدفقات رأس المال الخاص لهذه الدول، إلاّ أن هذه التدفقات ظلت مركزة في عدد محدد من الدول؛ إذ تستقطب عشر دول 70٪ من الاستثمار الأجنبي المباشر، وبعد مرحلة من تدفق رأس المال الأجنبي إلى أسواق المال في الدول المنخفضة الدخل، وزيادة عدد البورصات من 5 عام 1989، إلى 16 عام 2009، فإن هذه التدفقات توقفت – أو ربما أخذت اتجاهاً معاكساً – منذ بداية الأزمة، وانخفض مؤشر ميريل لينش (Merrill Lynch)، الذي يراقب أسواق الأسهم في خمس عشرة دولة، بنسبة 70٪ خلال الفترة من شهر آذار/ مارس إلى شهر كانون الأول/ ديسمبر من عام 2008.[12]

قناة السياحة

يعتمد الكثير من الدول النامية، وخاصة الجزر، على السياحة في الحياة الاقتصادية؛ وقد أدى ارتفاع البطالة وانخفاض الدخل في الدول المتقدمة إلى تباطؤ تدفق السياحة إلى هذه الدول الصغيرة، وخلال الربع الأول من عام 2009، كان الانخفاض في السياحة لهذه الدول بنسبة 8٪، ولدول جنوب آسيا كان الانخفاض بنسبة 12٪؛ ففي فيتنام التي يسهم القطاع السياحي

فيها بنسبة 4,4٪ من الناتج المحلي الإجمالي، انخفض وصول السائحين الأجانب في النصف الأول من عام 2009، بنسبة 20٪، مقارنة إلى الفترة نفسها من السنة التي قبلها، وفي جزر المالديف كان الانخفاض بنسبة 10,5٪ خلال الأشهر الخمسة الأولى من عام 2009، مقارنة إلى مستويات عام 2008، وخلال الأشهر الأربعة الأولى من عام 2009، كان الانخفاض في عدد السائحين يتراوح بين 6٪ و16٪ في كل من: كمبوديا، وتنزانيا، والسنغال.[13]

وفي دراسة ميدانية قام بها معهد التنمية الخارجية في لندن (Overseas Development Institute)، حاول فريق عمل كبير دراسة الآثار الاقتصادية للأزمة المالية العالمية في الدول النامية، وشملت هذه الدراسة عشر دول؛ هي: بنجلاديش، وبنين، وبوليفيا، وكمبوديا، وغانا، وإندونيسيا، وكينيا، ونيجيريا، وأوغندا، وزامبيا، وقد لاحظت الدراسة أن هذه الدول تتباين، من حيث الهيكل الاقتصادي، والانفتاح على العالم الخارجي، والاعتماد على المساعدات والتحويلات الخارجية، والتكامل المالي؛ ولذا، فإنه من المتوقع أن يتفاوت مقدار تأثرها بالأزمة، وقد تم تحديد ثلاث آليات تنتقل من خلالها الأزمة إلى هذه الدول؛ وهي: تدفقات رأس المال الخاص، والتجارة الخارجية، وتحويلات العاملين، وقد تمت دراسة آثار الأزمة في النمو الاقتصادي وفي سوق العمل والتوظيف والبطالة وفي الفقر.

الجدول (2 – 2)

صافي تدفقات رأس المال الخاص للدول المنخفضة الدخل (مليار دولار)

النوع	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
صافي تدفقات رأس المال الخاص	2,6	3,6	4,7	5,6	8,6	8,9	14,9	30,6	21,4	13
صافي تدفقات الملكية؛ ومنها:	4,3	4,5	5,3	6	7,1	8	12,8	26,4	14	11,2
الاستثمار الأجنبي المباشر	4,3	4,5	5,3	6	7,1	7,8	11,4	20	13,9	11
تدفقات صافي الديون الخاصة	1,8	0,9 -	0,6 -	0,4 -	1,5	0,09	2,1	4,2	7,4	1,8
التغير في الاحتياطيات (– = زيادة)	0,5 -	1,9 -	4,3 -	7,0 -	5,1 -	1,9 -	9,7 -	1,4 -	1,0 -	3,2
عنصر للمقارنة: تحويلات العاملين	5,7	8,1	10,4	11,5	13,2	16,1	20,2	24,5	30,7	28,5

المصدر:

The World Bank, "Protecting Progress: The Challenge Facing Low–Income Countries in the Global Recession," Background Paper Prepared by the World Bank Group Staff for the G–20 Leaders Meeting, Pittsburg, USA, September 24–25, 2009, p. 5.

وبحسب تقديرات الدراسة فإنه من المتوقع أن تخسر الدول النامية بنهاية عام 2009، دخلاً يقدر بحوالي 750 مليار دولار، وفي إفريقيا جنوب الصحراء نجد أن هذا الرقم يصل إلى 50 مليار دولار، ومن المتوقع أن يؤثر ذلك، في زيادة الفقر المطلق الذي يتوقع له أن يزداد من 50 مليون نسمة إلى 90 مليون نسمة، وأن يزداد عدد البشر الذين يعانون الجوع إلى حوالي مليار إنسان، وهي الزيادة الأولى منذ حوالي عقدين من الزمن.[14]

وكان تدفق رأس المال الخاص، آليةً مهمة، انتقلت الأزمة المالية من خلالها من الدول المتقدمة إلى الدول النامية، وتشمل تدفقات رأس المال الخاص ثلاثة أنواع؛ هي: الاستثمار الأجنبي المباشر، وتدفقات المحافظ الاستثمارية: (للأسهم والسندات)، والإقراض من المصارف الدولية، وقد انخفض تدفق المحافظ الاستثمارية بدرجة كبيرة عام 2008، وشهد بعض الدول هجرة معاكسة لرأس المال؛ فعلى سبيل المثال، شهدت إندونيسيا وأوغندا وزامبيا انخفاضاً كبيراً في استثمار المحافظ الأجنبية، وخاصة في الربعين الثاني والثالث من عام 2008، وفي بعض الدول كان هناك هجرة لرأس المال إلى الخارج؛ فبنجلاديش خرج منها 48 مليون دولار، خلال الفترة تموز/ يوليو - كانون الأول/ ديسمبر عام 2008، وكذا كانت الحال في كينيا، وفي نيجيريا فإن المستثمرين الأجانب سحبوا ما مقداره 15 مليار دولار في كانون الثاني/ يناير عام 2009، وجميع هذه الدول التي هي محل الدراسة، ماعدا كمبوديا (التي ليس لديها سوق أسهم)، شهد انخفاضاً كبيراً في أسواقها عام 2008، واستمر الأمر كذلك، في الربع الأول من عام 2009.

ففي نيجيريا انخفضت قيمة رأس مال سوق الأسهم بنسبة 46٪ عام 2008، وفقد مؤشر أسعار الأسهم 67٪ من قيمته خلال الفترة من آذار/ مارس عام 2008، إلى آذار/ مارس عام 2009، وفي بنجلاديش، عانى مؤشر سوق دكا للأوراق المالية معدلات نمو سلبية خلال الفترة من تموز/ يوليو عام 2008، إلى شباط/ فبراير عام 2009، وفي كينيا انخفض مؤشر سوق نيروبي للأوراق المالية بنسبة 35٪، وفي بِنين انخفض مؤشر سوق الأوراق المالية الإقليمية (BRVM)، خلال الفترة من آب/ أغسطس عام 2008، حتى الربع

الأول من عام 2009، وفي إندونيسيا انخفض مؤشر أسعار الأسهم بنسبة 51٪ عام 2008، أما في أوغندا ففقد مؤشر أسعار الأسهم 28٪ من قيمته في شهر تشرين الأول/ أكتوبر من عام 2008، وحده، وفي زامبيا انخفض مؤشر أسعار سوق لوساكا بنسبة 29٪ خلال الفترة من كانون الأول/ ديسمبر عام 2007، إلى كانون الأول/ ديسمبر عام 2008. [15]

أما الاستثمار الأجنبي فقد كان أقل تذبذباً، وأظهرت الدراسة نفسها أن الأزمة كان لها تأثير قليل في الاستثمار الأجنبي المباشر في كل من: إندونيسيا، وكينيا، وأوغندا؛ فقد زاد الاستثمار الأجنبي في إندونيسيا في الربع الأخير من عام 2008، وفي كينيا استمر الاستثمار في التنقيب عن النفط وتوليد الكهرباء وشركات الاتصالات، بالرغم من الأزمة، إلاّ أن بعض الدول عانى انخفاض الاستثمار الأجنبي المباشر خلال الفترة 2007 – 2008؛ ومنها: بِنين التي انخفض فيها بنسبة 26٪، وغانا بنسبة 16٪. [16]

وتمثل إحدى أهم آليات تأثير الأزمة في الدول المنخفضة الدخل بالتجارة الخارجية والتغير في أسعار السلع الأولية، ويختلف تأثير هذا العامل من دولة إلى أخرى؛ بسبب درجة الانفتاح على العالم الخارجي والترابط وإياه، والدول التي تمت دراستها، ماعدا إندونيسيا وكينيا، تعاني جميعاً تركز تجارتها الخارجية في سلعة واحدة أو عدد قليل من السلع؛ ولذا، فإن أي تغير مهم في حجم صادرات هذه السلعة/ السلع أو أسعارها يتوقع أن يكون له آثار مهمة؛ فالصادرات من الملابس على سبيل المثال، تشكل أكثر من 75٪ من الصادرات الكلية لبنجلاديش، والصادرات من القطن تشكل أكثر من 68٪ من صادرات دولة بنين، والملابس تشكل حوالي 86٪ من صادرات كمبوديا، وصادرات الذهب والكاكاو تمثل حوالي 61٪ من إجمالي صادرات غانا، وصادرات النفط الخام تشكل حوالي 93٪ من الصادرات الكلية لنيجيريا، والنحاس يمثل أكثر من 67٪ من جملة صادرات زامبيا.

وقد عانت الدول المذكورة هذه الصدمات: فصدمة أسعار سلع أثرت بشكل خاص في كل من: نيجيريا، وبوليفيا، وبنين، وزامبيا، وبدرجة أقل، أوغندا، وغانا، وكينيا،

وصدمة التصنيع (الملابس) أثرت في كمبوديا - وبدرجة ما - في بنجلاديش، وصدمة عائدات السياحة أثرت في كينيا وكمبوديا وزامبيا، أما إندونيسيا فعانت صدمات متعددة، أثرت في أسعار السلع والصادرات والسياحة.[17]

آثار الأزمة المالية في الدول العربية

كانت البيئة الاقتصادية العربية قبل الأزمة المالية العالمية جيدة، ومحابية للنمو والتوظيف واستقطاب الاستثمارات الأجنبية المباشرة، وقد ساعد على ذلك التطورات الإيجابية في أسواق النفط، وتوافر السيولة، وارتفاع مستويات الطلب الداخلية والخارجية؛ وهذا عزز التجارة الدولية، وهذا أيضاً، أدى إلى ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي في المنطقة إلى 5,4٪ عام 2007، و6٪ عام 2008، وفي عام 2007، ازدادت الإيرادات النفطية بنسبة 13٪ مقارنة إلى عام 2006؛ بسبب ارتفاع أسعار النفط، بالرغم من تخفيض إنتاج النفط بالتوافق وسياسة منظمة الدول المصدرة للنفط (أوبك)؛ ونتيجة لذلك، تمتعت الدول النفطية، وخاصة دول الخليج العربية المصدرة للنفط، بفوائض مالية كبيرة وتوازن أكبر في الميزان التجاري، وفائض في الحساب الجاري الذي ازداد بنسبة 12,4٪ عام 2007، مقارنة إلى العام الذي سبقه، إلا أن الدول العربية الأخرى وخاصة المستوردة للطاقة، قد عانت ارتفاع تكاليف فاتورة الاستيراد، وزاد ذلك سوءاً، ارتفاع تكاليف الحصول على الغذاء العالمي.

ومنذ عام 2001، ازدادت تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الدول العربية، فخلال الفترة 2003 - 2006، ارتفعت حصة الدول العربية من جملة الاستثمارات الأجنبية المباشرة المتدفقة إلى الدول النامية من 6,2٪ إلى 14,6٪، وأسهم في هذه الزيادة التحسن في بيئة أداء الأعمال، وإزالة المعوقات للاستثمار، وتطبيق برامج الخصخصة، أما القطاع المصرفي فقد حقق أداء جيداً، وتحسناً ملحوظاً في ملاءته المالية خلال الفترة 2003- 2007،

أسهمت فيها جهود الإصلاح الهيكلي التي شهدها الاقتصاد عموماً، وهذا القطاع على وجه الخصوص.

إلا أن هذا الأداء الاستثنائي الجيد قد تعثر؛ نتيجة وقوع الأزمة المالية العالمية، وبالرغم من تباين الدول العربية، من حيث الانفتاح الاقتصادي والارتباط بالأسواق العالمية، فإن الأزمة ألقت ظلالها على جميع الدول العربية، وإن بدرجات متباينة، وهناك قنوات عدة انتقلت من خلالها الأزمة إلى اقتصادات الدول العربية؛ ومن أهم هذه القنوات: أسواق النفط، والاحتياطيات المالية، وأسواق الأوراق المالية، والنظام المصرفي، والتجارة الدولية والاستثمار الأجنبي المباشر، والقطاعات الحقيقية؛ مثل: السياحة والخدمات والقطاع العقاري؛ فإزاء ما يتعلق بقناة أسواق النفط، يلاحظ أن المنطقة العربية تحوي مجموعتين من الدول: تلك المنتجة والمصدرة للنفط، والأخرى التي لا تمتلك موارد كربوهيدرونية، وقبل وقوع الأزمة المالية العالمية بسنوات، تمكنت الدول النفطية؛ بسبب الارتفاع الهائل في أسعار النفط وزيادة الكميات المصدرة منه، من تحقيق معدلات نمو عالية، وبناء احتياطيات مالية كبيرة، استثمرت جزءاً مهماً منها في أسواق الأوراق المالية الدولية، وكما كان ارتفاع أسعار النفط مفيداً للدول المنتجة له، فإنه كان مضراً بالدول المستوردة له، وفاقم ذلك ارتفاع أسعار المواد الأولية بشكل حاد عامي: 2007 و2008؛ فأدى هذا إلى ارتفاع معدلات التضخم في جميع الدول العربية من متوسط 7,3٪ عام 2007، إلى 10,2٪ عام 2008.[18]

وقد أثرت الأزمة المالية في أسواق الطاقة؛ ومن ثم في الدول العربية، من محاور عدة لم يكن جميعها سلبياً؛ فالأزمة أدت إلى تباطؤ النشاط الاقتصادي العالمي، وهذا أدى إلى انخفاض الطلب على النفط، وتدهور أسعاره من الذروة التي بلغتها في الربع الثاني من عام 2008، عندما بلغت مستوى 147 دولاراً للبرميل، إلى حوالي ما بين 30 و35 من الدولارات للبرميل في نهاية عام 2008، قبل أن ترجع إلى مستويات 70 دولاراً للبرميل بعد ذلك، وبينما أضر تدهور أسعار النفط بالدول المنتجة له، وخاصة الدول التي ترتفع

فيها تكاليف الإنتاج، فقد أفاد الدول المستورة له؛ وهذا انعكس إيجابياً على موازين المدفوعات لهذه الدول، وفي المقابل، أضر ارتفاع أسعار النفط بالدول غير النفطية؛ حيث إنه أثر في الميزان التجاري وفي الموازنات العامة؛ لأن جزءاً كبيراً من استهلاك الوقود يستفيد من الدعم الحكومي.

إن الأثر الأكبر للأزمة في العالم العربي كان في الصناديق السيادية والدول التي تملكها، والتي استطاعت تكوين ثروات طائلة، ولعبَ دورٍ مهم في أسواق المال الدولية؛ ووفق بعض الدراسات المتخصصة، فإن حجم الأموال في هذه الصناديق السيادية تراوح بين 12 و17 من تريليونات الدولارات الأمريكية في نهاية عام 2007، يعود الجزء الأعظم منها؛ أي: (أكثر من 85٪) لثلاث دول؛ هي: دولة الإمارات العربية المتحدة، والمملكة العربية السعودية، ودولة الكويت. (انظر الجدول 2-3)؛ ونظراً إلى السرية المطلقة التي تحيط بهذه الصناديق، من حيث حجم الاستثمار ومجالاته ومناطقه، فإنه من الصعب تقويم مقدار الخسارة التي تعرضت لها؛ جراء الأزمة، وقد فتح ذلك الباب على مصراعيه للتقديرات التي يشير بعضها إلى أن الصناديق السيادية الخليجية قد خسرت في المتوسط 27٪ من قيمة محافظها الاستثمارية في الفترة من كانون الأول/ ديسمبر عام 2007، إلى كانون الأول/ ديسمبر عام 2008، وبلغت الخسائر أوجها (40٪) في الصناديق الكثيفة الاستثمار في أسواق رأس المال العالمية، وهذه الخسائر مثلت بأمور عدة؛ منها: الخسائر في أسواق المال العالمية، والخسائر التي ترتبت على انهيار قيمة السندات التي كان يعتقد بأنها مضمونة من الحكومات، والتقلبات الحادة في أسواق العملات الدولية، وخاصة تلك التي تعرض لها الدولار الأمريكي واليورو، ماعدا الخسائر التي ترتبت على عمليات التدخل من هذه الصناديق؛ لتصحيح الأوضاع أو لتجنب تحمل مزيد من الخسائر؛ مثل: لجوء بعض الصناديق إلى شراء أسهم بعض البنوك والمؤسسات المالية الكبرى التي كانت عرضة للإفلاس أو التسييل؛ مثلما حدث لسيتي بنك، ومؤسسة ميريل لينش المالية.

الجدول (2 - 3)

الصناديق السيادية في الدول العربية

الدولة	اسم الصندوق	سنة التأسيس	حجم الصندوق (مليار دولار)
الجزائر	صندوق تنظيم الإيرادات	2000	47
دولة الكويت	الهيئة العامة للاستثمار	1953	213
ليبيا	المؤسسة الليبية للاستثمار	2006	50
سلطنة عُمان	صندوق الاحتياطي العام للدولة	1980	13
دولة قطر	هيئة الاستثمار	2005	60
المملكة العربية السعودية	مؤسسة النقد العربي السعودي	1952	270
دولة الإمارات العربية المتحدة (أبوظبي)	جهاز أبوظبي للاستثمار	1976	875 - 500
	شركة الاستثمارات البترولية الدولية (إيبيك)	1984	12
	مبادلة	2002	10
دولة الإمارات العربية المتحدة (دبي)	دبي إنترناشيونال كابيتال	2004	13
	مؤسسة دبي للاستثمار	2006	82
	استثمار	2003	12
الإجمالي			1657 - 1282

المصدر:

E. Trauman, "Sovereign Wealth Funds: The Need for Greater Transparency and Accountability," *Policy Brief*, 07-6 (Washington, DC: Peterson Institute for International Economics, 2007).

وعانت أسواق الأموال العربية خسائر لا تقل أهمية عن خسائر الصناديق السيادية؛ إذ إن المؤشر المركب لصندوق النقد العربي، وهو الذي يقيس أداء أسواق المال العربية، قد انخفض بنسبة 49,4٪ عام 2008، متجاوزاً الانخفاض في معظم مؤشرات أسواق الأسهم العالمية، بما فيها الدول التي نشأت فيها الأزمة، وتلك التي تراوحت فيها خسائر المؤشرات بين 30٪ و40٪. وقد تراجعت أسواق المال العربية خلال تلك الفترة من رأس مال إجمالي قدره 1338 مليار دولار إلى 769,6 مليار دولار؛[19] أي محققة خسارة بالقيم المطلقة، قدرها حوالي 568 مليار دولار تقريباً، ومن المهم الإشارة إلى أن مؤشر أداء أسواق الأوراق المالية العربية كان عرضة للتقلبات الحادة، قبل حدوث الأزمة

العالمية؛ بسبب عوامل كثيرة؛ منها: التقلبات في أسواق الطاقة، والبيئة السياسية التي ارتبطت بالصراع العربي - الإسرائيلي؛ كما تجلى في الأراضي الفلسطينية المحتلة أو في الحرب الإسرائيلية على لبنان عام 2006، يضاف إلى ذلك: العوامل الذاتية في كل سوق وحدها، وهي التي تلخص بضعف الوعي الاستثماري وزيادة حدة سلوك المضاربات والتوسع الائتماني والإقراض على الهامش، وتم تعويض التدهور الذي شهده مؤشر أداء سوق الأوراق المالية العربية عام 2006؛ أي: (الانخفاض بنسبة 42٪)، بدءاً من الربع الثاني لعام 2007، واستمر حتى بلغ ذروته في حزيران/ يونيو عام 2008؛ حيث أضاف حوالي 500 مليار دولار للقيمة الإجمالية لهذه الأسواق، إلا أن الأزمة العالمية أدت إلى فقدان أكثر هذه المكاسب (568 مليار دولار).

أما بالنسبة إلى القطاع المصرفي في الدول العربية، فيشير تقرير صادر عن صندوق النقد العربي،[20] إلى أن هذا القطاع تأثر بالأزمة المالية العالمية، من خلال قناتين: الأولى، التعامل بين المصارف العربية وبين المصارف الأجنبية، والثانية، وجود المصارف الأجنبية في الدول العربية، ويشير التقرير إلى أنه بالنسبة إلى القناة الأولى «شهدت الدول العربية خلال السنوات القليلة الماضية زيادة في مطلوباتها تجاه المصارف الأجنبية؛ حيث كانت مدعومة بالزيادة المطردة في النشاط الاقتصادي في معظم هذه الدول، وتشير بيانات بنك التسويات الدولية، إلى ارتفاع الرصيد القائم من القروض المصرفية الدولية على الاقتصادات العربية بنسبة ملحوظة بلغت نحو 18٪ خلال الأشهر التسعة الأولى من عام 2008؛ (كانون الأول/ ديسمبر عام 2007 - أيلول/ سبتمبر عام 2008)؛ ليصل إجمالي هذه القروض إلى نحو 309 مليارات دولار؛ أي قرابة 18٪ من الناتج المحلي الإجمالي للدول العربية؛ بوصفها مجموعة»؛ وبسبب انفتاح دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية فقد حصلت على الحصة الكبرى من هذه القروض، وكان مستواها الأعلى في: دولة الإمارات العربية المتحدة، ثم المملكة العربية السعودية، فدولة قطر، وبلغت حصة دول مجلس التعاون مجتمعة 222 مليار دولار من تلك القروض؛ أي: حوالي 72٪، وقد اتجه معظم هذه القروض للقطاع الخاص غير المصرفي بنسبة 60٪، ولتمويل القطاع العقاري بشكل

أساسي، أما القطاع المصرفي فقد حصل على 31٪؛ وقد أدت الأزمة المالية العالمية إلى انغلاق قنوات الاقتراض الدولية، أو ضيقها - على الأقل - أمام هذه الدول؛ وهذا زاد شح السيولة وارتفاع تكاليف الاقتراض وتسديد الدين وبروز ظاهرة الديون المعدومة والمتعثرة؛ وبسبب أن الكثير من هذه الديون كان قصير الأجل، وبسبب إلغاء المشروعات أو تعثرها أو تأجيل الكثير منها، فقد أثر ذلك في الملاءة المالية للمصارف وارتفاع تكاليف إعادة جدولة ديونها وانخفاض معدلات ربحيتها.

وأما القناة الثانية، وهي وجود المصارف الأجنبية في الدول العربية، فمن المعلوم أن الكثير من البنوك الدولية؛ مثل: سيتي بنك، ورويال بنك أوف اسكتلند، وإتش إس بي سي، وغيرها، وهي التي لديها فروع كثيرة في الدول العربية وعمليات تمويل كبيرة، تعرض لهزات قوية في الدول الأم، وقد أثر ذلك في حجم عمليات هذه المصارف ونوعيتها في الخارج، وعندما لجأت هذه المصارف إلى تسوية موازناتها في وطنها، اضطرت إلى سحب جزء مهم من السيولة من فروعها في الخارج وإعادة توطينها، وقد ألحق ذلك ضرراً بالسيولة المحلية في الدول العربية، وخاصة بعض الدول الخليجية.

كما أن أحد الآثار المهمة للأزمة المالية العالمية في الدول العربية: ارتفاع علاوة عقود مقايضة مخاطر الائتمان (Credit Default Swaps)، المقدمة إلى الدول العربية؛ وعلى سبيل المثال، ارتفعت هذه العلاوة لدولة الإمارات العربية المتحدة: (إمارة دبي)، من 131 نقطة أساس قبل الأزمة، (حزيران/ يونيو عام 2007)، إلى نحو977 نقطة أساس في شباط/ فبراير عام 2009، ثم انخفضت بعد ذلك إلى 666 نقطة أساس في 18 آذار/ مارس عام 2009، وفي مصر، ارتفعت العلاوة من 68 نقطة أساس في تموز/ يوليو عام 2008، إلى 800 نقطة أساس في 10 شباط/ فبراير عام 2009، ثم انخفضت إلى 505 نقاط أساس في 18 آذار/ مارس عام 2009، وفي البحرين ارتفعت من 166 نقطة أساس في تموز/ يوليو عام 2008، إلى 714 نقطة أساس في 18 شباط/ فبراير عام 2009، ثم إلى 571 نقطة أساس في 18 آذار/ مارس عام 2009.[21]

كما أن حجم تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر للدول العربية تأثر هو الآخر بالأزمة العالمية؛ بسبب شح السيولة وارتفاع تكاليف الاقتراض والمخاطر السياسية والاقتصادية التي صاحبت الأزمة، وإذا كان بعض الدول المتقدمة، قد شهد هو الآخر هبوطاً في حجم الاستثمارات المتجهة له، فإن الكثير من الدول النامية تمكن من المحافظة على الجاذبية والقدرة على استقطاب هذه الاستثمارات؛ ومن ثم، فقد شهدت هذه الدول ارتفاعاً لا انخفاضاً في حجم هذه الاستثمارات، ومع أن الدول العربية مجتمعة، تمكنت من استقطاب حوالي 72 مليار دولار عام 2007، على شكل استثمار أجنبي مباشر، إلا أن هذه التدفقات انخفضت إلى 56,3 مليار عام 2008؛ بسبب الأزمة؛ كما يشير إلى ذلك الجدول (2-4).

الجدول (2 – 4)

تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر

المنطقة	2007 (مليار دولار أمريكي)	2008 (مليار دولار أمريكي)	معدل التغير (٪)
العالم	1833	1449	21-
الدول المتقدمة	1248	840	33-
الدول النامية؛ ومنها:	500	518	3,6
إفريقيا	53	62	16,8
أمريكا اللاتينية	126	142	12,7
الدول العربية	72	56,3	21,3-
جنوب آسيا وشرقها وجنوب شرقيها	248	256	3,4

المصدر:

UNCTAD, *Assessing the Impact of the Current Financial and Economic Crisis on Global FDI Flow* (New York and Geneva: UNCTAD publications, 2009).

وكان من أهم ضحايا الأزمة المالية العالمية في الدول العربية القطاع العقاري الذي تعرض لهزة عنيفة وخسائر فادحة؛ نتيجة مؤثرات داخلية وخارجية؛ فقد أدى الانخفاض المفاجئ في الطلب على منتجات هذا القطاع إلى إفلاس المئات من الشركات العقارية

وشركات المقاولات، وإعسار أصحاب هذه الشركات وفقدان الكثير من العاملين وظائفهم، وكان هناك تفاوت فيما بين الدول العربية، من حيث تأثر القطاع العقاري فيها؛ اعتماداً على حجم الطفرة التي شهدها هذا القطاع قبل الأزمة؛ ومن أكثر الدول تأثراً: دول الخليج العربية، ولاسيما دولة الإمارات العربية المتحدة ودولة قطر والمملكة العربية السعودية ودولة الكويت.

مواجهة الأزمة: تحولات الفكر والسياسات

لم تفاجأ الدول المتقدمة بحجم الأزمة وسرعة انتشارها فحسب، وإنما فوجئت أيضاً بعجز الأدوات الاقتصادية التي بيدها عن حل الأزمة أو التخفيف من آثارها، وخلال العقود الثلاثة الماضية، كان جميع هذه الدول تقريباً يتبع منهجاً واحداً في السياسات الاقتصادية، هو التركيز على محاربة التضخم (Inflation Targeting)، من خلال التحكم في كمية النقود، باستخدام وسيلة رئيسة هي أسعار الفائدة، ومنذ بداية الأزمة سعت الولايات المتحدة لتخفيض سعر الفائدة حتى قارب الصفر، وتابعها في ذلك الكثير من الدول المتقدمة، إلا أن هذه الجهود لم تفلح في كبح جماح الأزمة، أو إعادة العمل بآلية الإنتاج في المجتمع؛ ولم يدفع ذلك هذه الدول إلى اعتماد سياسات جديدة غير تقليدية فحسب، وإنما أيضاً إلى إعادة النظر في الفكر الاقتصادي الذي اعتمدت عليه خلال المرحلة الماضية، وإعادة الحسبان إلى النظرية الكينزية التي كانت قد طمرت تحت الركام منذ عام 1973. ولهذه التحولات قصة يجدر بنا سردها؛ لفهم جذور الخلاف بين الدول في الكثير من السياسات، والجدل الدائر حول جدوى السياسات المتبعة الآن من المنظور البعيد المدى، والأطر النظرية التي تشكل الآن الأساس لرسم السياسات الاقتصادية في الدول المتقدمة، والاقتصادات الناشئة والدول النامية معاً، وهي التي أصبحت أيضاً، تشكل الاقتناعات العامة السائدة في المنظمات الدولية المعنية بالشأن الاقتصادي.

أطلق على المدرسة التي أنشأت الفكر الاقتصادي، وأسهمت في وضع أسسه "المدرسة الكلاسيكية" وهي التي بدأت بآدم سميث في القرن الثامن عشر وكتابه المهم

ثروة الأمم الذي نشره عام 1776، وقد برز في هذه المدرسة أعلام لا يقل بعضهم أهمية عن آدم سميث؛ ومنهم: الأيرلندي جون إليوت كيرنيس، والفرنسي جون ساي، والبريطانيون توماس مالثوس وديفيد ريكاردو وجيمس مِل وابنه جون ستيورات مِل، وبالرغم من اهتمام هذه المدرسة بجوانب كثيرة من التحليل الاقتصادي الذي يقع ضمن ما يطلق عليه "التحليل الجزئي" (Microeconomics)؛ مثل: تحليل التكاليف ومحددات الأسعار وتوزيع الدخل بين عناصر الإنتاج، فإن إسهامها الأكبر جاء من خلال تأكيدها مبدأ "اليد الخفية" (Invisible Hand)، وهو الذي يقول: إن السوق تتسم بالكفاءة، وإنها قادرة على إحداث التوازن الذاتي بين العرض والطلب، كلما حدث اختلال في ذلك التوازن في الأجل القصير، وقد وجه آدم سميث انتقادات حادة للمدرسة التجارية (المركنتالية)، وهي التي كانت سائدة آنذاك، والتي تنادي بتدخل قوي للحكومة في تنظيم الاقتصاد وفي التجارة، وأشار سميث إلى أن تدخل الحكومة يؤدي إلى عدم التخصيص الأمثل للموارد، وأن الحكومة غير قادرة على تنظيم الاقتصاد بطريقة تحفظ مصالح الأغلبية؛ بسبب النفوذ القوي الذي يمارسه التجار وأصحاب الثروة.

ودعا آدم سميث – لذلك – إلى قصر دور الحكومة في ثلاث وظائف رئيسة؛ هي: ضمان الأمن الخارجي للدولة والدفاع عنها (الدفاع)، وضمان الأمن الداخلي من خلال تحقيق العدالة (العدالة والأمن)، وبناء المشروعات الكبرى؛ مثل: البنية الأساسية التي لا يكون القطاع الخاص قادراً على القيام بها أو راغباً في الانفراد بها؛ بسبب حجم التكاليف أو ارتفاع درجة عدم التيقن.

وقد كتب لهذه المدرسة أن تسيطر على الفكر الاقتصادي طوال قرن من الزمن، والمدرسة التي يفترض أنها جاءت لتحل محلها، لم تتعرض للأركان الأساسية للمدرسة الكلاسيكية في مجال سياسات الاقتصاد الكلي، وهي القائمة على مبدأ تصحيح السوق لنفسها، وإنما حاولت تطوير أدوات التحليل الاقتصادي الجزئي، ويمثل الإسهام الرئيس للمدرسة النيوكلاسيكية (New Classic)، باستخدام التحليل الحدي: المنفعة الحدية والتكلفة الحدية والإيراد الحدي، وهي التي تحدد جميعها سلوك الأفراد والمؤسسات؛ ومن

ثم تحدد العرض والطلب، ويشمل الجيل الأول من أعلام هذه المدرسة: ستانلي جيفونز، وكارل منجر، وليون فالراس، أما الجيل الثاني فيشمل: ألفرد مارشال، وفرانسيس أيجوورث، وآرثر بيجو، وفردريك ويزر، وألفريدو باريتو، ونوت كاسيل.

استمرت هذه المدرسة في السيطرة على التحليل الاقتصادي أكثر من نصف قرن، وجاء الكساد العالمي الكبير 1929 - 1933؛ ليشكل تحدياً كبيراً للأسس الفكرية لهذه المدرسة، ولما تبقى من المدرسة الكلاسيكية؛ فهذا الكساد أظهر أن السوق لا تقوم بتصحيح نفسها بنفسها، وأن اليد الخفية لم يعد لها وجود في ظل ارتفاع معدلات البطالة وتوقف الإنتاج وتدهور أسواق المال. وعندما نشر المفكر الاقتصادي الإنجليزي جونماينرد كينز كتابه، حول: **النظرية العامة للتوظيف والفائدة والنقود** عام 1936، فإنه أحدث ثورة جديدة في عالم الفكر الاقتصادي وأدوات التحليل، وحوَّل الانتباه من التحليل الجزئي وسلوك الوحدات الفردية، إلى التحليل الكلي وسلوك المتغيرات الرئيسة في الاقتصاد؛ مثل: كمية النقود، وأسعار الفائدة، والتضخم، والتوظيف، وسيطرت المدرسة الكينزية على الفكر الاقتصادي فترة تفوق ثلث قرن، وكانت الأساس الذي بنيت عليه السياسات الاقتصادية في الدول المتقدمة والكثير من الدول النامية؛ وبسبب أن المشكلة الرئيسة التي كان العالم يواجهها بعد الكساد الكبير ثم الحرب العالمية الثانية، هي معضلة البطالة، فقد منح كينز الحكومات الأساس النظري والتسويغ الأخلاقي والأداة العملية للتدخل في النشاط الاقتصادي؛ من أجل محاربة البطالة وإعادة دورة الاقتصاد إلى طبيعتها كلما أصابها الوهن؛ بسبب انخفاض الطلب الفعال.

لقد شُغلت الأدبيات الاقتصادية خلال الخمسينيات والستينيات من القرن الماضي بشرح التحليل الكينزي أو توسيعه أو تعميقه، ولكن لم يظهر في ذلك الوقت أي تحدٍ ذو جدوى وأهمية للنظرية الكينزية؛ ومن الإسهامات القليلة التي برزت وبدت وكأنها معارضة للنظرية العامة، تلك التي حاولت دحض الفرضية الكينزية التي تقول بوجود "فخ السيولة" و"فخ الاستثمار"، وهي التي كان يعتقد بأنها السبب الرئيس لظهور البطالة

غير الاختيارية، والبديل الذي قدم مكانها كان نظرية عدم مرونة الأجور وأسواق العمل، مقارنة إلى المرونة الكاملة لسوق السلع؛ وهذا يسهم في إيجاد البطالة، وكان منحنى فيليبس (Phillips Curve)، إسهاماً مهماً آخر برز خلال تلك الحقبة، وحاول صاحبه تصوير العلاقة العكسية بين الأجور النقدية والبطالة، وفيما بعد طوِّرت على يد بول سامولسون وروبرت سولو، إلى علاقة عكسية بين البطالة والتضخم، إلا أن هذه، جاءت في ظل الفكر الكينزي وداعمة له، لا داحضة له، وليس أدل على ذلك من أنها طرحت من اثنين من كبار المؤيدين للنظرية الكينزية في الولايات المتحدة.

لقد جاء التحدي الرئيس للفكر الكينزي في سبعينيات القرن الماضي، وبعد انفجار أسعار النفط عام 1973، وبروز ظاهرة "الركود التضخمي" (Stagflation)، فقد شكلت هذه الظاهرة، وهي التي جمعت بين التضخم الذي يصاحب عادة فترات التوسع والركود الذي هو من خصائص فترات الانكماش، تحدياً رئيساً للفكر الكينزي السائد؛ إذ تعطل خلال تلك الفترة تأثير آليات التدخل الحكومي من خلال الإنفاق العام، وبرز خطر لا يقل أهمية عن البطالة، وهو التضخم، وخلال هذه الفترة بدأت النظرية النقدية (Monetarism)، بالبروز بديلاً من النظرية الكينزية، في سد الفراغ الفكري، وفي تشكيل السياسات الاقتصادية. وهذه النظرية لها جذور قديمة نوعاً ما، في الفكر الاقتصادي؛ ومن أشهر أفراد الجيل المؤسس لها: إرفنج فيشر (Irving Fischer)، الذي حاول تصوير العلاقة بين الأسعار وكمية النقود من خلال معادلته الشهيرة، إلاّ أن الإحياء الحديث للنظرية، جاء من خلال كتابات ملتون فريدمان (Milton Friedman)، الذي نشر كتابه، حول: **نظرية كمية النقود** عام 1956، وبعد عشرين سنة – عندما مُنح فريدمان جائزة نوبل في الاقتصاد عام 1976 – كان الكثير من البنوك المركزية قد بدأ رحلة التحول إلى فكرة استهداف التضخم، وقد كان ذلك مقدمة لإلقاء الضوء على عدم جدوى التدخل الحكومي من خلال سياسات الإنفاق العام في تصحيح الاختلالات التي تُعرَّض لها السوق، وقد وسع ذلك ليتضمن إعادة إحياء الفكر الليبرالي القائم على معارضة تدخل الحكومات في النشاط الاقتصادي، وأن من شأن هذا التدخل المستمر بروز خطر سيطرة الحكومات على الاقتصاد؛ ومن ثم الحريات العامة،

وقد استلهمت هذه الكتابات أفكار فون حايك الـذي ركـزت كتاباتـه في أربعينيـات القـرن العشرين على مبدأ الحرية وعدم العودة إلى العبودية، وهي التي سطرت في كتابه: **الطريـق إلى العبودية** (*The Road to Serfdom*)، وقد سيطر الفكر الليبرالي على المدرسة الاقتصادية منـذ أواخر السبعينيات من القرن الماضي، واكتسب زخماً هائلاً بعد وصول كـل مـن: مارجريـت تاتشر إلى رئاسة الوزراء في بريطانيا عام 1979، ورونالد ريجان إلى رئاسـة الولايـات المتحـدة عام 1981.

لقد بنى ملتون فريدمان نقده للنظرية الكينزية على الدور الذي تلعبه كميـة النقـود في تحديد مـستوى الأسـعار، ومـن إسـهاماته الأولى رفـض العلاقـة العكـسية بـين البطالـة والتضخم؛ وفقاً لمنحنى فيليبس، وهي التي كانت تشكل أسـاس الـسياسات الاقتـصادية التي كانت تستهدف مزيجاً من البطالة والتضخم، وقـد أكـد فريـدمان أن شـكل المنحنـى المنحدر هو للمدى القصير، وينشأ عادة من ظاهرة "خداع النقـود" (Money Illusion)، وقدم بدلاً من ذلك مفهوماً جديداً قائماً على مبـدأ "المعـدل الطبيعـي للبطالـة"، وأن هـذا المعدل مستقل عن السياسة النقدية، وقد استقت المدرسة النقدية (Monetarism)، اسمها من الخلاصة التي توصل إليها فريدمان، بأن سياسة الاستقرار الاقتصادي ينبغي أن تقصر على تحقيق الاستقرار، بشأن التوقعات حـول التـضخم عنـد مـستويات متدنيـة، وأن دور الحكومة – وهو الممثل بسياسات البنك المركزي – ينبغي أن يركز على المحافظة عـلى نمـو النقود بشكل يقارب القدرة الاقتصادية على النمو (Production Potential).

وقد لاقت أفكار فريـدمان رواجـاً كبـيراً، وخاصـة معارضـته مفهـوم "الهندسـة الاجتماعية"، الذي نادى به كينز، والذي قصد به توسـيع دور الحكومـة الاجتماعـي في القضاء على البطالة والعوز والفقر، وأصـبحت النظريـة النقديـة هـي المـسيطرة عـلى التفكير الاقتصـادي، وأصبحت الـسيـاسات الاقتـصـادية القائمـة عـلى الـتحكم في كمية النقود من خلال سعر الفائدة التي تستهدف التضخم، هـي المتبعـة لـدى معظـم الدول الصناعية.

بيد أن سيادة الركود الاقتصادي المدمر الطويل في اليابان منذ مطلع التسعينيات من القرن الماضي، أعاد التفكير مجدداً في مفهوم "الكساد" وضرورة تدخل الحكومة في النشاط الاقتصادي، من خلال أدوات السياسة المالية (Fiscal Policy)، وقد كان المنافح الرئيس عن هذه الفرضية: المفكر الاقتصادي بول كروجمان الحائز على جائزة نوبل في الاقتصاد لعام 2008، وخاصة في كتابه **عودة اقتصادات الكساد** (*The Return of Depression Economics*)، إلا أن ذلك لم يجد آذاناً صاغية، واستمرت تلك الاقتناعات في السيطرة على المشهد الاقتصادي حتى وقوع الأزمة العالمية الأخيرة، وهي التي أثبتت أن أي سياسات ناجحة لمواجهتها، ينبغي أن تتصدى لقضيتين: معالجة الوضع المالي وإرجاع النظام المالي إلى وضعه الصحي، ومعالجة التباطؤ في الاقتصاد الحقيقي من خلال حفز الطلب لإعادة النمو الاقتصادي ثانية. ولم تعد السياسات النقدية (Monetary Policy)، تعمل بعد أن قاربت أسعار الفائدة مستويات الصفر؛ ولذا، كان التفكير سريعاً في ضرورة إحياء السياسة المالية من خلال الإنفاق العام؛ أي العودة مجدداً إلى ما كان ينادي به كينز منذ حوالي ثلاثة أرباع قرن.[22]

وكانت إحدى نتائج الأزمة المالية العالمية الأخيرة: الانخفاض الحاد في الطلب الكلي، وهو الذي مُثل بانخفاض الإنتاج الصناعي وتدهور التجارة الخارجية، أما الانخفاض في الطلب الكلي؛ فسببه: الانخفاض الكبير في الثروة الحقيقية والثروة المالية، والزيادة في الادخار التحوطي (Precaution Saving)، من المستهلكين، وسياسة الانتظار والترقب، من الأفراد والشركات، في ظل عدم التيقن، والصعوبات في الحصول على الائتمان الجديد؛ وقد يزيد استمرار الانخفاض في الطلب مخاطر بروز دينامية الانكماش (Deflation)، وزيادة المديونية وانعكاس ذلك على القطاع المالي، وفي مثل تلك الحالات كانت الدول تتبع سياستين تقليديتين: الأولى هي اتباع كل دولة إجراءات للانتعاش الاقتصادي القائم على زيادة الصادرات وتشجيعها، ولكن نظراً إلى أن الأزمة العالمية شملت جميع دول العالم، فلا يتوقع أن يكون لهذه الإجراءات آثار مهمة، والسياسة الثانية هي اتباع السياسات النقدية

التقليدية القائمة على تخفيض أسعار الفائدة، ولأن معظم الدول المهمة، قد خفض أسعار الفائدة إلى مستويات متدنية تقارب الصفر، فإن هذه السياسة هي الأخرى لا يتوقع منها أي أثر؛ ولذا، بدأت الأنظار تتجه نحو السياسات المالية المحفزة (Fiscal Stimulus). وسنقوم هنا، بإلقاء الضوء على كل من: السياستين اللتين تم اتباعهما: السياسة النقدية، والسياسة المالية، والآثار المتوقعة لكل منهما.

السياسة النقدية

مُثِّل رد فعل الدول المتقدمة، في المراحل الأولى للأزمة، بتوفير السيولة للنظام المصرفي واللجوء إلى أدوات السياسة النقدية، وهي تخفيض سعر الفائدة، وتعقيم السيولة الموفرة للمؤسسات المالية من خلال عمليات السوق المفتوحة، ومن خلال تغيير مكونات الموازنة لا حجمها، وكانت الإجراءات بشأن أسعار الفائدة متباينة بين هذه الدول؛ بسبب اختلاف ظروفها ومراحل تطور الأزمة فيها وتقديراتها لمستقبل التطورات، وهذا التفاوت يشمل في طرفه الأقصى الولايات المتحدة التي سعت لتخفيض أسعار الفائدة بشكل كبير ومتسارع؛ إذ خفضتها بنسبة 3,25٪؛ لتصل أسعار الفائدة إلى 2٪ خلال الفترة بين أيلول/ سبتمبر عام 2007، ونيسان/ إبريل عام 2008، وعلى العكس من ذلك، فإن البنك المركزي الأوربي، أقدم على رفع سعر الفائدة، بمقدار ربع نقطة في تموز/ يوليو عام 2008؛ خوفاً من عودة التضخم.

وكان سقوط مؤسسة ليمان برذرز، علامة فارقة في تطور الأزمة المالية؛ فبعده قررت جميع الدول الصناعية أنها لن تسمح بسقوط أي مؤسسة مالية كبرى أو ذات ارتباطات كبيرة بالمؤسسات المالية الأخرى، وقد أقدمت البنوك المركزية على تخفيض أسعار الفائدة حتى بلغت 0,5٪ أو أقل، في كل من: كندا، والولايات المتحدة، وبريطانيا، واليابان، وإلى مستويات متدنية في المناطق الأخرى، بما فيها منطقة اليورو، والسويد، إلاّ أن أثر تخفيض سعر الفائدة حدّ منه الاضطراب في أسواق الائتمان واقتراب أسعار الفائدة من

الصفر؛ وهو ما أقنع البنوك المركزية بعدم جدوى هذه السياسة وحدها في توفير الحوافز؛ فزاد بعض البنوك المركزية، وخاصة في اليابان وبريطانيا والولايات المتحدة، شراء الأوراق المالية الحكومية الطويلة الأجل، وقام بتوفير دعم مباشر لأسواق الائتمان التي لا تتصف بالسيولة، من خلال توفير التمويل والضمانات للوسطاء؛ ونتيجة لذلك، وسعت موازنات البنوك المركزية على نحو كبير، بعد أن أصبحت تلعب دوراً مهماً؛ بوصفها وسيطاً في عملية الائتمان.[23]

لقد قامت السلطات النقدية بإجراءات أخرى؛ من أجل تحقيق الاستقرار في القطاع المالي ومنع حدوث كارثة اقتصادية والانجرار إلى ركود اقتصادي طويل الأجل، وقد شملت تلك الخطوات ضمانات القروض، وضمان التزامات البنوك التجارية (Liabilities)، وضمان أصول المؤسسات المالية، ومنح قروض للمؤسسات المالية، وضخ رؤوس أموال جديدة في تلك المؤسسات، وشراء الأصول. ويبيِّن الجدول (2-5)، هذه السياسات والخطوات التي اتخذتها الدول الرئيسة لتحقيق بعضها أو جميعها.

وأعاد الكثير من الدول رسملة المصارف التجارية، وخاصة المهمة منها، ويقدر متوسط الدعم المقدم من دول مجموعة العشرين (G-20)، بحدود 3,2٪ من الناتج المحلي الإجمالي، مع اختلاف في نسبة هذا الدعم، من صفر في حالة كل من: أستراليا، وإسبانيا، إلى 4,6٪ في حالة الولايات المتحدة، أما الدول الأوربية الصغيرة؛ مثل: النمسا، وبلجيكا، وأيرلندا، وهولندا، فقد أعلنت برامج كبيرة تتراوح من 3,5٪ إلى 5,5٪ من الناتج المحلي الإجمالي، كما قامت الحكومات والبنوك المركزية بتوفير قروض مالية كبيرة الحجم، وشراء الأصول غير السائلة من المؤسسات المالية، وقد اختلفت قيمة هذا التدخل من دولة إلى أخرى؛ ففي بريطانيا، واليابان، والنرويج، بلغ هذا الدعم حوالي 10٪ من الناتج المحلي الإجمالي، وفي دول مجموعة العشرين بلغ المتوسط 4,4٪.[24]

أما في الاقتصادات الناشئة فقد كان الدعم للقطاع المالي محدوداً حتى الآن، بالرغم من أن هذه الدول شهدت آثار عودة رؤوس الأموال إلى الدول الأم، بعد بروز شح

السيولة الدولية وزيادة حدة المخاطر؛ ومن أهم الخطوات التي اتخذت في هذا المجال: ضمانات الودائع في دول الخليج العربية، وضخ سيولة، ورأس مال جديد في بعض المصارف من هذه الدول، وإعادة رسملة المصارف في كل من: المجر، وبولندا، وأوكرانيا، وتوفير السيولة في: المجر، والهند، والمكسيك، وتركيا، وروسيا، وأوكرانيا، والضمانات التي تم تقديمها في: مصر، وإندونيسيا، والمكسيك، وبولندا.

الجدول (2 - 5)

الحزم النقدية التي اتخذتها الدول المتقدمة

السياسة	الخطوات المتخذة لدى بعض الدول
ضمانات القروض	• في الولايات المتحدة، تمت زيادة حدود التأمين للحسابات الفردية، واستحداث ضمان غير محدد للحسابات التي لا تتسلم فوائد. • في منطقة اليورو، تمت زيادة الحد الأدنى المشمول بالضمان، مع السماح للدول الأعضاء بإعطاء ضمانات أعلى. • في بريطانيا، تم توسيع الضمان؛ ليشمل كل حسابات التجزئة.
ضمان التزامات البنوك التجارية	• حزم مؤقتة في الولايات المتحدة؛ لضمان الديون الجديدة للبنوك التجارية، ومؤسسات التمويل العقاري، والشركات القابضة لها. • في الكثير من الدول الأوربية، تم الإعلان عن ضمانات لديون المصارف، مع رسوم تتباين بين الدول. • في بريطانيا، تم استحداث نظام ضمان لشهادات الإيداع (CD)، والأوراق التجارية.
ضمان أصول المؤسسات المالية	• ضمانات محددة في الولايات المتحدة، شملت: سيتي جروب، وبنك أوف أمريكا، وشركة التأمين الأمريكية (AIG). • في أوربا، أقدمت دول عدة على ضمان أصول مصارفها. • في اليابان، تم توسيع نطاق الضمانات؛ لتشمل الإقراض للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
قروض للمؤسسات المالية	• في الولايات المتحدة، تم توسيع خطوط الائتمان للمؤسسات التي تواجه مشكلات.
ضخ رأس مال جديد	• في الولايات المتحدة، قام الاحتياطي الفيدرالي بشراء الأوراق المالية المدعومة بالقروض العقارية.
شراء الأصول	• في الولايات المتحدة، قام الاحتياطي الفيدرالي بشراء الأوراق المالية المدعومة بالقروض العقارية. • في دول عدة في أوربا، تم إنشاء صناديق لشراء الأصول من البنوك التجارية.

المصدر:

IMF, "Unconventional Choice for Unconventional Times: Credit and Quantitative Easing in Advanced Economies," *IMF Staff Position Note* (November 2009), p. 35.

وقد تحملت دول مجموعة العشرين، حتى أيار/ مايو عام 2009، ما مقداره 17 تريليون دولار؛ أي: (32,5٪ من الناتج المحلي الإجمالي لهذه الدول)؛ لدعم القطاع المالي، وتوفير التمويل للمؤسسات المالية وغير المالية، ومن هذه النسبة خصص 2,5٪ من الناتج المحلي الإجمالي على شكل ضخ رأس مال جديد في المؤسسات المالية، و2,8٪ لشراء الأصول، و12,5٪ لتوفير السيولة، و14,4٪ من الناتج المحلي الإجمالي على شكل ضمانات للودائع والتزامات المصارف التجارية.[25]

السياسة المالية

أدركت الدول المتقدمة والاقتصادات الناشئة، محدودية أثر السياسات النقدية في مثل هذه الظروف؛ ولذا، اتجهت لتعزيزها، من خلال حزمة سياسات مالية تحفيزية لدعم الطلب الكلي؛ فقامت الدول المتقدمة جميعها ومعظم الاقتصادات الناشئة باستحداث حزم مالية، وخاصة: ألمانيا واليابان وكوريا والولايات المتحدة وبريطانيا والصين وسنغافورة والمملكة العربية السعودية؛ واستهدفت الحزم المالية التحفيزية تخفيض الضرائب المباشرة وغير المباشرة، والإنفاق على البنية الأساسية وشبكات الأمان الاجتماعي والإسكان والقطاعات الاستراتيجية، والإنفاق على المشروعات الصغيرة والمتوسطة.

إلا أن استحداث الحزم المالية لم يكن رحلة ممهدة الطريق أو منخفضة التكاليف؛ لأن زيادة الإنفاق العام أو تخفيض الضرائب، سيكون لهما آثار مهمة في التوازن المالي والمتغيرات الاقتصادية الكلية الأخرى؛ مثل: سعر العملة والتضخم؛ وقد فاقم ذلك حقيقة أن الأزمات المالية توجد آليات ذاتية في التأثير في الوضع المالي للدول؛ حيث لوحظ أن الأزمة قد أدت إلى انخفاض عائدات الضرائب في الدول الصناعية والاقتصادات الناشئة، وهناك ثلاثة أسباب على الأقل أسهمت في ذلك؛ هي:[26]

- تخفيض الضرائب لدى بعض الدول؛ بوصف ذلك جزءاً من الحزمة المالية التحفيزية، وقد كان ذلك من خلال تخفيض معدلات الضريبة أو إدخال بعض الاستثناءات والإعفاءات الضريبية.

- ضعف التزام دفع الضرائب، وخاصة في الدول التي فقد فيها الأفراد أو الشركات بعض مصادر التمويل، أو كان عليهم تخصيص جزء من دخولهم؛ لمواجهة المخاطر أو الديون المعدومة أو المشكوك في تحصيلها، وارتفاع درجة عدم التيقن، وقد ازدادت هذه الظاهرة على وجه الخصوص في الدول التي لديها إدارات مالية وضريبية ضعيفة.

- تقلص القاعدة الضريبية نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي، بل إن الدول التي يتوقع لها تحقيق معدلات نمو اقتصادي موجبة، فإن انخفاض الواردات لديها كان من شأنه تخفيض الإيرادات الجمركية التي تشكل جزءاً مهماً من إيرادات هذه الدول، وتخفيض الضرائب غير المباشرة الأخرى؛ مثل: ضريبة القيمة المضافة، كما أن بعض الدول سيواجه تحولاً في أنماط الاستهلاك، لمصلحة السلع التي لا تخضع للضرائب، أو تفرض عليها ضرائب متدنية؛ مثل: الأغذية غير المعدة.

ونتيجة زيادة الإنفاق العام، ازداد عجز الموازنة العامة في دول مجموعة العشرين، من 1٪ من الناتج المحلي الإجمالي عام 2007، إلى 7,9٪ عام 2009، ويتوقع له أن ينخفض قليلاً في السنوات اللاحقة، بافتراض تحسن الأوضاع والبيئة الاستثمارية، كما نتج من زيادة الإنفاق وانخفاض الضرائب، زيادة مستويات المديونية الحكومية التي ارتفعت بحدة؛ فقد بلغت في مجموعة العشرين، حوالي 107٪، ويتوقع لها أن تصل إلى 118٪ عام 2014، ومن بين الدول المتقدمة ضمن مجموعة العشرين، فإن لدى أستراليا وكندا وكوريا معدلات مديونية تقل عن 90٪، أما الاقتصادات الناشئة ضمن مجموعة العشرين، فإن لديها أوضاعاً أفضل، من حيث المديونية العامة، ومتوسط المديونية في هذه الدول يتوقع له أن ينخفض إلى حوالي 40٪ من الناتج المحلي الإجمالي بحلول عام 2014.[27]

وتعد الزيادة في معدلات الدين العام في الـدول الـصناعية هـي العليـا منـذ الحـرب العالمية الثانية، ويضاف إلى ذلك الالتزامات المالية الحكومية الأخـرى؛ ومنهـا: الـضمانات وتوفير السيولة وشراء الأصول المتعثرة، وقد حدث كل ذلك في ظل تفاقم أوضـاع الماليـة العامة في هذه الدول؛ بـسبب ازديـاد ظـاهرة الـشيخوخة والالتزامـات الماليـة لـصناديق التقاعد والضمان الاجتماعي والرعاية الصحية.

وسيعني ارتفاع معدلات المديونية وارتفاع أسعار الفائدة ضعف القدرة عـلى تـسديد الدين في المستقبل، ومن المتوقع لصافي مدفوعات الديون؛ بوصفه نسبة من النـاتج المحـلي الإجمالي، أن يتضاعف في الدول المتقدمـة الأعـضاء في مجموعـة العـشرين مـن 1,9٪ عـام 2007، إلى 3,5٪ عام 2014، وسيكون الارتفاع بالقيم المطلقة كبيراً في الولايـات المتحـدة وبريطانيا؛ حيث ترتفع مستويات المديونية، وفي كل من: اليابان، وإيطاليـا؛ حيـث ترتفـع تكاليف أسعار الفائدة، وسيرتفع صافي مدفوعات الديون؛ بوصفه نسبة من الإنفاق الكلي في الدول المتقدمة من 5,2٪ إلى 8,8٪، وفي الولايات المتحدة سـتفوق مـدفوعات الـديون عام 2014، مصروفات الدفاع، وسـتتجاوز الإنفـاق الحكـومي عـلى كـل مـن: التعلـيم، والصحة، وستشكل الزيادة فقط، في مدفوعات الدين العام في بريطانيـا، ضـعف الإنفـاق الحكومي على حماية البيئة، وتعادل الإنفاق العام على المواصلات العامة.[28]

الباب الثاني

جذور الأزمة وأسبابها

الفصل الثالث

الدولار الأمريكي

كيف يمكن أزمة محلية في الولايات المتحدة الأمريكية أن تتحول إلى أزمة مالية عالمية، خلال أشهر من الزمن، ولا توفر قُطراً من دون تأثير، ولا تدع قطاعاً اقتصادياً من دون ندوب وخدوش؟ وكيف يمكن أزمة ابتدأت في قطاع واحد، يعد متوسط الحجم أن تنتشر إلى القطاع المالي كله أولاً، ثم إلى قطاعات الاقتصاد الحقيقي؛ ثم لتنتشر بعد ذلك؛ لتبلغ في آثارها المقترض الصغير في الإكوادور، والمزارع في تنزانيا، ومنتج الشاي في سيريلانكا؟

لا يمكن ادعاء أن الأهمية الكبرى التي يمثلها الاقتصاد الأمريكي ضمن الاقتصاد العالمي، تقدم تفسيراً مقنعاً لذلك؛ فالكثير من الأزمات الاقتصادية والمالية السابقة في الولايات المتحدة، لم يحدث له مثل هذا الأثر وذلك الانتشار، لا من حيث الحجم ولا من حيث السرعة؛ ولذا، فإنه من الضروري البحث عن العوامل التي أسهمت في تحول هذه الأزمة المحلية إلى أزمة عالمية. ومن المؤكد - حين البحث في هذه العوامل - أن الدولار يأتي في مقدمة العوامل المرشحة لتقديم تفسير لما حدث من تفاقم الأزمة، وفي استمرار تفاعلها وانتشارها، وكذلك؛ بوصفه أحد الأركان الأساسية لأي محاولات لإصلاح النظام المالي العالمي.

يمثل الدولار الأمريكي أهمية خاصة في الاقتصاد العالمي، وهو طوال عقود عدة، يعد أهم عملة احتياطي دولية في العالم، وجميع الدول والمؤسسات المالية تحتفظ بكميات كبيرة منه؛ بوصف ذلك جزءاً من احتياطياتها من العملات الأجنبية، وتعمل تلك الاحتياطيات؛ بوصفها وسيلةَ حماية لهذه الدول من تقلبات القيم والأسعار في العملات في السوق العالمية. وخلال نصف القرن الماضي برز الدولار؛ بوصفه العملة الدولية؛ ليحل بذلك محل الجنيه الإسترليني، كما غدا العملة التي يتم بها معظم الصفقات التجارية في العالم، وتسعَّر على

أساسه السلع الأولية والاستراتيجية؛ مثل: النفط والذهب والقمح والقهوة والشاي والسكر، يضاف إلى ذلك، أن عدداً كبيراً من الدول، يربط عملاته بالدولار الأمريكي بطريقة أو بأخرى، وفي بعض الدول يستخدم الدولار في التعاملات الداخلية – جنباً إلى جنب – مع العملة المحلية، فيما يعرف بظاهرة الدولرة (Dollarization).

والدولار، فوق ذلك، يحتل أهمية خاصة لثلاثة أسباب؛ هي:

- أن سعر الدولار هو أهم سعر في الاقتصاد العالمي؛ ففي التاريخ برز بعض السلع التي كانت أسعارها تمثل أهمية للاقتصاد العالمي؛ مثل: الذهب أيام العمل بنظام قاعدة الذهب، والنفط بعد عام 1973. ويُنظر الآن إلى سعر الدولار على أنه أهم سعر تتابعه الدول والمؤسسات والشركات؛ لأنه يحدد القدرة التنافسية للدول، ويؤثر بشكل قوي في أسعار الفائدة السائدة في الأسواق الدولية، وحجم المديونيات الحقيقية، وأسعار السلع والموارد الأولية.

- أن الدولار، بالرغم من أنه العملة الرئيسة في العالم، فإنه العملة المحلية للولايات المتحدة؛ وهذا يعني أن حجم إصداره وتوافره في السوق العالمية يعتمدان على العوامل الاقتصادية الداخلية لذلك البلد، وتلعب العوامل المحلية؛ مثل: التوقعات جميعها بشأن الدورة الاقتصادية، والتضخم، والبطالة، والسياسات الاجتماعية للحكومة التي تتطلب إنفاقاً عاماً، دوراً مهماً في تحديد الكمية المتداولة منه؛ ومن ثم قيمته في الأسواق الدولية؛ وهذا يجعل سلوكه مستعصياً على الفهم في بعض الأحيان. وكما أظهرت لنا الأزمة المالية العالمية الأخيرة، فإن الانهيار شبه التام للنظام المصرفي والمالي في الولايات المتحدة، وإفلاس مئات المؤسسات المالية والمصارف لم يؤديا إلى انهيار الدولار كما كان متوقعاً، بل إلى ارتفاعه في ذروة أشهر الأزمة، وهي الظاهرة التي أرجعها المحللون إلى ما أطلق عليه، عودة السيولة إلى موطنها الأصلي (Deleverage).

- بالرغم من القلق بشأن السيولة الدولية في المستقبل، والدور الذي يمكن أن يلعبه الدولار، فلا توجد حتى الآن بدائل حقيقية وواقعية وجادة، يمكن التطلع إليها؛ لتكون بديلاً من الدولار حتى العقد القادم؛ ولذا، فإن العالم مايزال بعيداً عن أي تصدٍّ للتحدي الحقيقي، وللتساؤل المهم الممثل بهل يمكن إجراء إصلاحات مالية عالمية جادة من دون التعامل وقضية الدولار؛ بوصفه عملة دولية؟

إن فهم الدور الذي لعبه الدولار الأمريكي في هذه الأزمة، وفي الكثير من الأزمات المالية العالمية المعاصرة، يتطلب تتبع تطور النظام النقدي الدولي، والمراحل التي مر بها، والجهود الدولية المبذولة لإيجاد نظام نقدي دولي، يسهم في تعزيز التجارة وسهولة انسياب حركة السلع والخدمات، ويمنع – في الوقت ذاته – تكرار الأزمات المالية واضطرار الدول إلى اللجوء إلى السياسات الحمائية؛ بوصف ذلك رد فعل لتدهور عملات الدول الشريكة.

تطور النظام النقدي الدولي

من الوظائف المهمة التي كانت الحكومات الوطنية – ومازال – تقوم بها، إصدار العملة وضمان سلامتها ومتانتها، وكانت هذه الوظيفة تتم، إما من خلال سك العملة رسمياً أو من خلال إصدار شهادة بصحة المعدن المستخدم ونقائه. وبعد تطور التجارة الدولية على نحو ملحوظ، منذ حركة الاستكشافات الجغرافية، ثم المد الاستعماري الأوربي، بدأ الورق يحل محل العملة المادية المعدنية، مع توفير الحكومات ضمانات لهذه الأوراق، ويشبه النظام المالي العالمي – إلى حد ما – بيئة عمل، يستخدم فيها أجهزة الحاسب الآلي، وإذا كان الجميع يستخدم نظاماً واحداً؛ (نظام الويندوز مثلاً)، فإنه سيكون من السهل على القادم الجديد أن يستخدم النظام نفسه؛ للحصول على الدعم الفني ولتبادل المعلومات، وقد تكون هناك نظم أفضل وأكثر تقدماً، إلا أن استخدامها ربما لا يجعل الشخص متوافقاً والبيئة التي حوله؛ وهذا سيزيد تكاليفه ويعيق تكامله.

وليس الغرض هنا استعراض النظام النقدي الدولي منذ أقدم العصور؛ ولذا، فإن التركيز سيكون على الفترة التي أعقبت بروز نظام قاعدة الذهب؛ أي: منذ بداية الربع الأخير من القرن التاسع عشر تقريباً. والنظام النقدي الدولي – وفقاً لذلك – مر بالمراحل الرئيسة الآتية:

- نظام قاعدة الذهب (1875 – 1913).
- فترة ما بعد الحرب العالمية الأولى (1919 – 1941).
- نظام بريتون وودز (1945 – 1971).
- نظام أسعار الصرف المعومة المعتمدة على الدولار (1973 – 1984).
- نظام تعدد العملات الدولية (من 1985 حتى الآن).

وسنتناول كل مرحلة من هذه المراحل بالتفصيل، كما يأتي:

نظام قاعدة الذهب (1875 - 1913)

كان الكثير من دول العالم في القرن التاسع عشر يتبع نظام المعدنين: الذهب والفضة (Bimetallism)، وكانت بريطانيا هي الدولة الوحيدة الملتزمة بنظام قاعدة الذهب منذ مطلع ذلك القرن، أما الولايات الألمانية، والإمبراطورية النمساوية المجرية، والدول الإسكندنافية، وروسيا ودول الشرق الأقصى، فكانت تتبع نظام قاعدة الفضة. والدول التي حافظت على نظام قاعدة المعدنين؛ مثل: فرنسا، وجدت صعوبة بالغة في المحافظة على هذا النظام؛ ولذا، فإن العالم منذ نهاية حروب نابليون بدأ يتجه نحو نظام قاعدة الذهب، وبحلول عام 1879، أصبح نظام قاعدة الذهب، نظاماً عالمياً يشمل كل الدول الصناعية الكبرى والدول النامية الكبرى: (الدول الزراعية).

وفي منتصف السبعينيات من القرن التاسع عشر، تخلت فرنسا عن نظام قاعدة العملتين لصالح قاعدة الذهب، كما تحولت ألمانيا عن نظام قاعدة الفضة في تاريخ مقارب،

وفي عام 1879، رجعت الولايات المتحدة إلى نظام قاعدة الذهب، بعد أن كانت قد تخلت عنه خلال الحرب الأهلية.[1] ومنذ ذلك التاريخ حتى نشوب الحرب العالمية الأولى، كان جميع عملات الدول الرئيسة في العالم محدداً بسعر ثابت وبكمية معينة من الذهب، وقد انبثق – وفقاً لذلك – نظام سعر ثابت بين عملات هذه الدول، وكانت العملات عملاتٍ معدنية، تسك للاستخدام اليومي وسيطاً للمبادلة، وكانت المصارف التجارية تقبل هذه العملات؛ بوصفها ودائعَ، ويتم بعد ذلك إعادة إقراضها. وكانت هذه البنوك قادرة في بعض الأحيان، على إقراض أموال تفوق ودائعها من الذهب، إلا أنه كان عليها الاستعداد دائماً لاحتمالات الطلب على هذه الودائع.[2] وكان نظام قاعدة الذهب نظاماً ثابتاً وموثوقاً به؛ ولذا، كانت أسعار الفائدة بين الدول تتجه نحو التعادل أو التساوي، كما ازدادت تدفقات رأس المال عبر الحدود. وقد شارك عدد كبير من الدول في موجة العولمة هذه، لا في أسواق المال فحسب، وإنما أيضاً، من خلال حركة السلع وقوة العمل.

وقام نظام قاعدة الذهب على الأسس الآتية:

- تثبيت سعر رسمي للذهب بالعملة المحلية، والسماح بالتحول الحر بين النقود المحلية والذهب.
- عدم منع تصدير الذهب واستيراده من الأفراد، وعدم فرض أي قيود صرف على مبادلات الحساب الجاري ورأس المال.
- توفير القاعدة والدعم للعملة المحلية، من خلال احتياطيات الذهب، وربط نمو السيولة المحلية بمدى توافر احتياطيات الذهب، في الأجل الطويل.
- في حالات أزمات السيولة في الأجل القصير، وهي الناجمة عن تدفق الذهب إلى الخارج، يسمح للبنوك المركزية بإقراض المصارف التجارية المحلية بأسعار فائدة.
- إذا تم خرق المبدأ الأول؛ أي: (تثبيت السعر الرسمي)؛ لأسباب اضطرارية، فينبغي الرجوع إلى سعر الصرف القديم نفسه بأسرع وقت.

وبالرغم من وجود هذه القواعد، ففي بعض الحالات كان يتم استخدام بعض الأدوات؛ من أجل تقليل خسارة الذهب أو تدفقه إلى الخارج. وإحدى الوسائل المتبعة، لجوء الحكومات إلى رفع سعر شرائها للذهب، (بما يخالف المادة الأولى)، من هذا النظام. وقد حدث ذلك على سبيل المثال عام 1891، وخلال الفترة 1896 – 1910، استخدم البنك المركزي البريطاني تلك الممارسات للتحكم في أسواق أسعار الحسم.

إلا أن الأهم هو أن نظام قاعدة الذهب، قد لعب الدور الذي أنيط به؛ بوصفه آلية أوتوماتيكية للتصحيح؛ فالدولة التي يكون لديها فائض تجاري، تقوم بمراكمة مزيد من الذهب، وبهذا تمكن بنوكها من إيجاد مزيد من الائتمان؛ بسبب وجود الذهب لديها؛ وهذا يولد انتعاشاً اقتصادياً، كما أنه يؤدي إلى ارتفاع أسعار السلع والخدمات في هذه الدولة: (التضخم)؛ وهذا يقود إلى تدهور القوى التنافسية لهذه الدولة، وانخفاض صادراتها، وارتفاع وارداتها؛ وهذا يؤدي أيضاً، إلى خروج الذهب من هذه الدولة. والعكس تماماً يحدث للدولة التي تعاني عجزاً في ميزانها التجاري؛ ففي ظل نظام قاعدة الذهب، نجد أن عدم التوازن في الميزان التجاري غير قابل للاستمرار، ويتم تصحيحه تلقائياً؛ إذ إن هذا النظام يمنع الدولة من تحقيق عجز في الموازنة؛ لأن هذا العجز سيؤدي إلى انتعاش اقتصادي يدفع إلى زيادة الطلب على السلع الخارجية؛ ومن ثم خروج الذهب، كما يؤدي إلى ارتفاع أسعار الفائدة؛ ومن ثم ارتفاع تكاليف الإنتاج للقطاع الخاص، ومزيد من الاستيراد للسلع المنافسة.[3]

لماذا كانت سبعينيات القرن التاسع عشر تمثل عقد التحول إلى قاعدة الذهب؟ أحد الأسباب يكمن في الثورة الصناعية، وبروز بريطانيا؛ بوصفها القوة الرئيسة في العالم، ومصدر التمويل الخارجي الرئيس، وقد شجع ذلك الدول التي تتاجر معها، أو ترغب في الحصول على التمويل منها، إلى التحول إلى قاعدة الذهب؛ فألمانيا قامت بالتحول إلى قاعدة الذهب عام 1871؛ وقد سبَّب ذلك ردود أفعال متواصلة لدى الدول التي تتعامل وإياها؛ لاتباع النظام ذاته، وقد كانت كل من: الدنمارك، وهولندا، والنرويج، والسويد، ودول

الاتحاد النقدي اللاتيني، من أوليات الدول المتحولة، وفي نهاية القرن التاسع عشر كانت إسبانيا هي الدولة الوحيدة في أوربا التي لم يكن لديها عملة قابلة للتحويل. وقامت الولايات المتحدة بإلغاء الإشارة إلى الفضة في قرارات العملة لعام 1873، وعندما تم إصدار الدولار وجعله قابلاً للتحويل عام 1879، كانت الولايات المتحدة قد اتبعت نظام قاعدة الذهب، أما في آسيا فقد كان التحول في نهاية القرن التاسع عشر، عندما تحولت روسيا واليابان إلى النظام، وقامت الهند التي كانت تتبع نظام الفضة بربط عملتها: (الروبية الهندية)، بالجنيه الإسترليني؛ ومن ثم بالذهب منذ عام 1898. وعندما قامت دول أمريكا اللاتينية باتباع النظام ذاته، انفردت الصين وبعض دول أمريكا الوسطى، باتباع نظام قاعدة الفضة.[4]

وبالرغم مما سلف، فينبغي التنبيه على أن الدول لم تكن جميعها تتبع النظام النقدي ذاته، وكانت هناك مجموعتان من الدول: الأولى، وهي تضم أربع دول؛ هي: بريطانيا والولايات المتحدة وألمانيا وفرنسا، وكانت تحافظ على نظام قاعدة الذهب الصِّرف، أو الذهب النقي؛ أي أن العملات التي كان يتم تداولها محلياً كانت مسبوكة من الذهب. والمجموعة الثانية من الدول، كانت تصدر عملاتٍ محلية؛ وفق احتياطيات تكون قابلة للتحويل إلى الذهب؛ ففي كل من: الهند، والفلبين، ومعظم دول أمريكا اللاتينية، كان الاحتياطي يأخذ صيغة مطالبات مالية على دول، كانت عملاتها قابلة للتحول إلى الذهب، أما في روسيا، واليابان، والنمسا، وهولندا، والدول الإسكندنافية، فقد كان يحتفظ ببعض الاحتياطيات - لا كلها - بهذه الصيغة. إن بعض هذه الدول كان يحتفظ بجزء من احتياطياته في أوراق الخزانة البريطانية، أو بودائعَ في البنوك البريطانية، وإذا قدمت هذه الدول الالتزامات للتحويل إلى ذهب، فإن المصرف المركزي، أو الحكومة يعمدان إلى تحويل مبلغ مماثل من الجنيهات الإسترلينية للذهب في بنك إنجلترا.[5]

نهاية نظام قاعدة الذهب

شكلت الحرية في تحويل العملات (Convertibility)، حجر الأساس لنظام قاعدة الذهب قبل الحرب العالمية الأولى، وقد عزز ذلك، التزام الدول الرئيسة المكونة لهذا النظام

– بريطانيا وفرنسا وألمانيا – هذا التعهد. إلا أنه – بمرور الوقت – برز تحديان رئيسان للنظام: الأول هو الصعوبات المحلية والمشكلات المالية في بعض الدول، والثاني هو نشوب الحرب العالمية الأولى. فقد تم تعريض بنك بارينج برذرز البريطاني (Baring Brothers Bank)، لبعض المصاعب عام 1890؛ وهذا دفع بريطانيا إلى التفكير في السماح لبنكها المركزي بالقيام بدور الملجأ الأخير للإقراض (Lender of Last Resort)، وكان المفكر الاقتصادي وولتر بيجهوت (Walter Bagehot)، أول من نادى بضرورة قيام المصارف المركزية بهذا الدور، تحت نظام قاعدة الذهب عام 1873، وهو مبدأ أصبح فيما بعد مقبولاً بشكل عالمي؛ ولممارسة هذه الوظيفة يجب على البنك المركزي: إما الاحتفاظ بكمية كبرى من الذهب تفوق تلك المطلوبة قانونياً لدعم عملته، وهو تقليد اتبعته الدول الأوربية، وإما تغيير أسعار الحسم الرسمية، وهو تقليد اتبعته بريطانيا.[6]

إلا أن مهمات البنك المركزي؛ بوصفه ملجأً أخيراً للإقراض، قد تتعارض ودوره؛ بوصفه حافظاً لنظام قاعدة الذهب، فإذا ما عُرض أحد البنوك البريطانية لمصاعب، وبدأ المودعون سحب ودائعهم وتحويلها إلى الذهب، فإن هذا سيؤدي إلى نضوب الذهب لدى البنك المركزي؛ ولدعم البنك الضعيف، فإن المصرف المركزي قد يلجأ إلى ضخ سيولة في هذا البنك، إلا أن هذا سيخرق أيضاً، نظام قاعدة الذهب؛ لأن ضخ مزيد من السيولة سيعني انخفاض الاحتياطي من الذهب، وبمزيد من الانخفاض في الاحتياطي، فإن قدرة البنك المركزي على التزام نظام التحويل ستصبح ضعيفة، وانتشار هذه الفكرة قد يؤدي إلى إضعاف تلك الدولة، وبروز محاولات للتحول عن عملتها؛ أي: (سحب الذهب منها).

كانت الحرب العالمية الأولى العامل الأكثر حسماً في إنهاء هذا النظام، وهذه الحرب وضعت نهاية سريعة لجوهر النظام الذي يقوم على أساس التزام الحكومات تحويلَ عملاتها المحلية إلى كميات معينة من الذهب، وحرية الأفراد في تصدير الذهب واستيراده؛ فالمعادن الثمينة أصبحت أداة مهمة لشراء الأسلحة ومعدات الحرب؛ ولذا، لجأت الحكومات إلى إصدار قرارات بمنع تصدير الذهب، أو اشترطت الحصول على ترخيص

خاص لتصديره، ومنع التداول بالذهب أو وقفه عنيا من الناحية العملية تعويم أسعار الصرف، إلا أن تحركات أسعار الصرف كانت محدودة؛ بسبب القيود التي تمنع عقد معظم الصفقات بالعملات الأجنبية، وألجأ تمويل الحرب، الدولَ أيضاً، إلى فرض ضرائب جديدة، وإصدار سندات دين حكومية، وعندما لم تكن هذه المصادر كافية، لجأت الدول إلى الإلغاء أو التعطيل للقرارات التي تفرض عليها توفير قاعدة لعملاتها: (احتياطيات). وبدأت الدول إصدار عملات ورقية (Fiat Money)؛ أي نقود غير مدعومة بالذهب أو قابلة للتحويل له؛ لتمويل آلة الحرب؛ وقد أدى إصدار هذه النقود إلى اختلال نظم أسعار الصرف، واستمر ذلك طوال فترة ما بعد الحرب؛ لأن جزءاً مهماً من جهود إعادة التعمير قامت على مثل هذه النقود؛ ولأن الولايات المتحدة كانت تدعم حليفيها: بريطانيا وفرنسا، من خلال توفير ائتمان لهما، فقد كان جزء من تلك المساعدة يمثل بربط عملات هاتين الدولتين بالدولار بسعر منخفض نسبياً؛ وعنى انتهاء الحرب أيضاً، انتهاء هذا الدعم؛ وبسبب ارتفاع معدلات التضخم في بريطانيا وفرنسا، مقارنة إلى الولايات المتحدة، أدركت بريطانيا أن نهاية الدعم الأمريكي ستعني نضوب احتياطياتها من الذهب، إذا ما حاولت المحافظة على سعر عملتها المرتفع؛ ولذا، أقدمت على منع تحويل الذهب.[7] واهتز موقع الجنيه الإسترليني، وهو الذي كان مركز الاهتمام في حقبة ما قبل الحرب العالمية الأولى؛ بسبب لجوء بريطانيا إلى بيع جزء كبير من أصولها لتمويل الحرب، وبذا، فإن تفوق بريطانيا الصناعي وتفوقها الاقتصادي، أصبحا جزءاً من الماضي، أما ألمانيا التي كانت مصدراً رئيساً لرأس المال، ومقرضاً دولياً فحُولت إلى دولة مثقلة بالديون، وأصبحت تعتمد على رأس المال القادم من الولايات المتحدة؛ للمحافظة على التوازن الخارجي.[8]

فترة ما بعد الحرب العالمية الأولى (1919 - 1941)

إذا كان أحد التطورات المهمة التي حدثت في الفترة التي أعقبت الحرب العالمية الأولى مباشرة هو بداية التحول إلى نظم أسعار الصرف العائمة (Floating exchange rates)، فإن التضخم الذي عاناه الكثير من الدول؛ بسبب الحرب والإنفاق العام الهائل، بدأ يدفع

الكثير من هذه الدول بالاتجاه المعاكس؛ أي العودة إلى نظام قاعدة الذهب ثانية. وقد لجأت النمسا إلى تثبيت عملتها عام 1923، وتبعتها ألمانيا عام 1924، والمجر عام 1925، ثم دول أخرى بعد ذلك. وخلال الفترة 1924 – 1929، شهد الاقتصاد العالمي معدلات نمو عالية، وبعد إعادة تثبيت قاعدة الذهب، كان المصدر الرئيس للسيولة هو زيادة الاحتياطيات من العملة الأجنبية؛ ومادامت احتياطيات الدول من الذهب لم تنمُ بقدر النمو نفسه في السيولة، فقد انخفضت نسبة احتياطي الذهب إلى العملة المتداولة من 48٪ عام 1913، إلى 40٪ عام 1927،[9] ولكن معضلات أخرى بدأت تطفو على السطح، تاركة آثاراً بعيدة الأجل للحرب العالمية الأولى؛ فديون تلك الحرب ضاعفت مشكلات بعض الدول الأوربية، ومع أن الدول المنتصرة تسلمت حوالي ملياري دولار من ألمانيا؛ تعويضاتٍ، إلا أنها قامت بدفع نصفها تقريباً للولايات المتحدة؛ لتسديد ديونها والفوائد المستحقة على هذه الديون؛ ونتيجة لذلك، فإن جزءاً مهماً من ذهب العالم بدأ ينتقل إلى الولايات المتحدة؛ فأدى هذا إلى تقوية ميزان المدفوعات للولايات المتحدة وضعفه للدول الأخرى، وسمح تراكم الذهب للولايات المتحدة بأن تكون المقرض الأول في العالم، كما دفعها إلى إصدار سندات حكومية بالدولار الأمريكي لصالح الدول الأجنبية والشركات. وأصبح الكثير من دول العالم يعتمد على هذه السندات؛ لتمويل المشروعات، وقد غدت هذه مفضَّلة؛ بسبب ثبات أسعار الفائدة عليها، مقارنة إلى الأنواع الأخرى من القروض التي تعرضت لارتفاع أسعار الفائدة منذ عام 1928؛ بسبب سعي الحكومة الأمريكية للحد من فورة أسواق المال.

إن هذا جميعه قد عُرِّض لهزة عنيفة، وربما غير مسبوقة، كانت ممثلة ببدء إرهاصات الأزمة المالية العالمية، أو ما أطلق عليه الكساد الكبير (1929 – 1933). وفي ظل الأزمة العالمية، بدأ صراع جديد يبرز بين أولويات الاقتصاد المحلي والمحافظة على الالتزامات الدولية؛ ومنها: نظام أسعار الصرف المستقر، والقائم على قاعدة الذهب. وعلى العكس مما كان يحدث في الماضي، فإن الأزمة العالمية أجبرت الدول – في ظل معدلات البطالة العالمية وتدهور الإنتاج – على اللجوء إلى تفضيل السياسات المحلية واتباع الإجراءات

الحمائية. وهكذا، أصبحت قضايا؛ مثل: البطالة والتضخم والكساد تفرض نفسها على متخذي القرار، بدرجة لا تقل عن تلك القضايا المتعلقة باستقرار العملة والمحافظة على استقرار نظام أسعار الصرف.

وفي فترة ما بين الحربين العالميتين، كان هناك انهيار شبه تام في النظام النقدي الدولي، وقد لجأت الدول إلى فرض القيود على حركة رأس المال، والعودة إلى السياسات الحمائية؛ وكان من نتيجة ذلك تدهور مستويات التجارة الدولية وتدفقات رأس المال عبر الحدود، ولم يكد العالم يفيق من آثار الكساد الكبير حتى دخل في أتون الصراعات السياسية التي قادت إلى الحرب العالمية الثانية.

يشير باري أيكنجرين (Barry Eichengreen)، في كتابه المهم عن **عولمة رأس المال** (*Globalizing Capital*)، إلى ثلاثة تغيرات مهمة، حدثت خلال الفترة ما بين الحربين العالميتين؛ هي:[10]

- زيادة التوتر بين أهداف السياسات الاقتصادية المتنافسة؛ فاستقرار العملة وضمان التحول للذهب كانا الأولوية القصوى للمصارف المركزية ووزارات المالية حتى نشوب الحرب العالمية الأولى، ولكن الأولويات بدأت تتغير في العشرينيات والثلاثينيات من القرن الماضي؛ فقد برزت إلى السطح أهداف اقتصادية محلية، يمكن تحقيقها من خلال أدوات السياسة النقدية، وبدأت هذه، تأخذ أولويات في أهداف الحكومة. والموازنة ما بين الأهداف المحلية والأهداف الخارجية أصبحت قضية حساسة؛ ولذا، فإن التركيز على أسعار الصرف فقط أصبح جزءاً من الماضي.

- التغير في طبيعة التدفقات الرأسمالية الدولية؛ فرأس المال أصبح جزءاً من الروابط التي توثق العلاقات بين الدول المختلفة، وهو يمول التجارة والاستثمار الأجنبي. وعندما كانت السياسة النقدية تتمتع بالثقة، كانت تدفقات رأس المال تعمل على تخفيف الأعباء والضغوط على المصارف المركزية؛ لحماية أسعار الصرف التي تواجه تحدياتٍ

ومشكلات، ولكن، ببروز الأهداف الوطنية، لم تعد الثقة بالسياسة النقدية؛ أي: (الدفاع عن العملة)، تؤخذ بشكل مضمون؛ وهكذا، برزت احتمالات أن تسهم حركة رأس المال الدولية في تفاقم مشكلة البنك المركزي، وليس بالضرورة ضمان حلها.

- تغير الأهمية النسبية للدول؛ حيث انتقلت الأهمية من بريطانيا إلى الولايات المتحدة؛ فقبل الحرب العالمية الأولى كانت بريطانيا مصدر رأس المال، ورأس المال المادي: (الآلات والمعدات والمنتجات الصناعية والمبتكرات)، للكثير من الدول، كما كانت تشكل السوق الرئيسة للسلع والمواد الأولية التي كانت ضرورية؛ لتوليد العملات الأجنبية. وخلال الفترة ما بين الحربين تفوقت الولايات المتحدة على بريطانيا؛ بوصفها لاعباً رئيساً في المجالات التجارية والمالية.

وباختصار، فإن الوقاية ضد أزمات العملات والسعي للمحافظة على مخزون الذهب جعلا من التحكم في حركة رأس المال سياسة شائعة، وتحول الاقتصاد العالمي بعد ذلك من العولمة إلى العزلة، وأصبحت تدفقات رأس المال عبر الحدود قليلة، وكان الاستثمار الأجنبي يعامل بشك كبير.

نظام بريتون وودز (1945 - 1971)

شكلت الحرب العالمية الثانية الفرصة المناسبة لإعادة صوغ النظام المالي العالمي ثانية، وكانت هناك اقتراحات عدة؛ لمحاولة تجنب أخطاء الماضي، وكانت المفاوضات بين الولايات المتحدة وبريطانيا حول هذه الأفكار، قد بدأت منذ عام 1941، وكان يمثل الأولى هاري ديكستر - وايت (Harry Dexeter-White)، بينما يمثل الثانية جون ماينرد كينز (John Maynard Keynes)، الاقتصادي البريطاني الشهير؛ وبسبب الوزن الكبير للولايات المتحدة، فإن مشروعها هو الذي ساد وطبق في النهاية. وقد تمت الموافقة على هذا النظام من أربع وأربعين دولة، اجتمع ممثلوها في منطقة بريتون وودز في ولاية نيوهامشاير الأمريكية، في تموز/ يوليو عام 1944.

وقد تم في ذلك المؤتمر الموافقة على إنشاء منظمتين دوليتين: الأولى هي صندوق النقد الدولي (IMF)، ومهمتها مراقبة أسعار الصرف وموازين المدفوعات للدول الأعضاء، والثانية بنك الإنشاء والتعمير الذي أصبح جزءاً من البنك الدولي (The World Bank)، والذي أنيطت به مهمة إعادة تعمير أوربا أولاً، وتقديم الدعم إلى الدول النامية من خلال الإقراض المباشر للدول أو من خلال الإقراض للقطاع الخاص عن طريق مؤسسة التمويل الدولية التابعة للبنك (IFC).[11]

وفي ظل اتفاقية بريتون وودز، طُور النظام المالي العالمي منذ عام 1950، إلى نظام قاعدة سعر الصرف الثابت للدولار، ويقوم هذا النظام على المبادئ الآتية:[12]

- قيام الدول بتحديد سعر تعادلي أجنبي للعملة المحلية من خلال استخدام الذهب أو عملة مرتبطة بالذهب.
- ينبغي، في الأجل القصير، المحافظة على سعر الصرف، ضمن نطاق 1٪ من قيمة التعادل، أما في الأجل الطويل، فيمكن السماح لقيمة التعادل بالتغير، إذا وافق على ذلك صندوق النقد الدولي.
- استخدام حرية تغيير أسعار الصرف لمدفوعات الحساب الجاري، واستخدام التحكم في حركة رأس المال؛ لتقليل المضاربة على العملات.
- يمكن استخدام العملات المحلية بشكل منتظم في الصفقات الخارجية، بما فيها التعامل وصندوق النقد الدولي.
- معالجة عدم التوازن في المدفوعات في الأجل القصير، من خلال السحب من الاحتياطيات النقدية الرسمية والودائع لدى الصندوق.
- حق الدول في اتباع السياسات التي من شأنها المحافظة على مستوى الأسعار وأهداف تحقيق التوظف.

ووفق هذا النظام، تم تحديد سعر صرف ثابت، ولكنه قابل للتعديل؛ وفق بنود النظام الأساسي لصندوق النقد الدولي. وتم تحديد سعر الدولار الأمريكي بقيمة الذهب بسعر 35 دولاراً للأونصة، ويتم تحديد سعر كل العملات الأخرى، مقابل الدولار الأمريكي، مع تقلبات بحدود 1٪ زيادة أو نقصاً؛ وكان الغرض من تثبيت سعر الدولار مقابل الذهب، توفير الثقة الأساسية بالنظام. وفي عام 1945، كانت الولايات المتحدة تحتفظ بحوالي 70٪ من مخزون الذهب في العالم، وفي مقابل ذلك، وافقت الولايات المتحدة على التعهد بتحويل الدولار إلى الذهب، لأي دولة تطلب ذلك عند السعر المحدد؛ ووفقاً لاتفاقية إنشاء صندوق النقد الدولي، تلتزم الدول الأعضاء بجعل عملاتها قابلة للتحويل إلى عملات أخرى؛ لأغراض تبادلات الحساب الجاري: (التجارة في السلع والخدمات)؛ أي السماح لمواطني الدول الأخرى بشراء عملاتها؛ لاستخدامها في التجارة الدولية، إلا أن الاتفاقية الأصلية لم تطلب تحويل العملات لأغراض صفقات حساب رأس المال (Capital Account)، التي تستخدم للاستثمار والمضاربة؛ بسبب الاقتناع السائد آنذاك، أن حركة رأس المال لغير أغراض التجارة والاستثمار قد تكون لها آثار سلبية في استقرار النظام الاقتصادي.

لم يكن الهدف الأساسي لنظام بريتون وودز، التخلي عن نظام قاعدة الذهب فحسب، وإنما ضمان عدم الرجوع إلى نظام يحد من حريات الدول في اختيار سياساتها النقدية أيضاً؛ وقد كان أحد أسباب سيطرة هذه الاقتناعات الفكرية، تجربة بريطانيا في إدارة سياسة أسعار صرف الجنيه الإسترليني، خلال الفترة التي سبقت الكساد العظيم؛ حيث قامت بمحاولة للعودة إلى نظام قاعدة الذهب خلال الفترة 1925 – 1931، وهو ما يعتقد بأنه قد فاقم الكساد؛ وقد أدت توقعات أن بريطانيا ستعود إلى نظام سعر التعادل الذي كان سائداً قبل الحرب، إلى ارتفاع قيمة الجنيه الإسترليني بنسبة 10٪، مقابل الدولار الأمريكي خلال الفترة 1924 – 1925. وقد أشار كينز إلى أن سياسة بريطانيا في تشديد كمية النقود، وهي التي كانت ضرورية للمحافظة على التوازن الخارجي؛ كانت السبب في الكساد الصناعي الذي عانته بريطانيا في السنوات اللاحقة؛ أي في النصف الثاني من العشرينيات من القرن الماضي،

وعدم رغبة بريطانيا في تخفيض أسعار الصرف للحفاظ على أسعار الفائدة المرتفعة في ظل بطالة عالية، أعقبه تغيير كامل في تلك السياسة في أيلول/ سبتمبر عام 1931؛ حيث قامت بتخفيض عملتها بمقدار كبير، بعد سحب جزء مهم من احتياطياتها من الذهب، وتم وقف التعادل الرسمي إزاء الذهب؛ وولّد تخفيض سعر الجنيه الإسترليني ضغوطاً كبيرة على الدول التي كانت ماتزال ملتزمة نظام قاعدة الذهب؛ لتخفيض عملاتها؛ من أجل المحافظة على غطاء الذهب المطلوب قانونياً. وقامت الولايات المتحدة بتخفيض قيمة الدولار عام 1933، وبعد ثلاث سنوات اتخذت فرنسا الخطوة نفسها؛ ومن هنا، نشأ الاقتناع بضرورة إعطاء الحرية لكل دولة؛ لتحديد سياستها النقدية وإدارة اقتصادها الكلي، بدلاً من الخضوع لقاعدة دولية، وأن أسعار الصرف ينبغي أن تكون مرنة بدرجة كافية لدعم سياسات الدول بشأن التوظيف والتضخم، إلا أنه لتجنب إضعاف الدول الأخرى وتحطيمها، ينبغي المحافظة على استقرار أسعار الصرف؛ لضمان تدفق التجارة الدولية؛ ومن هنا، نشأت الحاجة إلى وجود "مرونة منضبطة" (Controlled Flexibility)، لأسعار الصرف.[13]

تحديات نظام بريتون وودز

لم يكن بريتون وودز نظاماً خالياً من العيوب، فقد شابته أوجه نقص عدة، وواجهه الكثير من التحديات، وكان أكبر تلك التحديات، معالجة الآثار التي خلفتها الحرب العالمية الثانية على الدول التي شاركت فيها، وقد حدثت أول أزمة في ظل هذا النظام في بريطانيا: (أزمة الجنيه الإسترليني)؛ حيث خرجت هذه الدولة بظاهرة أطلق عليها "السيولة النقدية الفائضة" (Monetary Overhang)؛ حيث تضاعف عرض النقود خلال الفترة 1938 – 1947، مراتٍ عدة، بينما تضاعف الناتج المحلي الإجمالي مرة واحدة. وخلال الفترة 1939 – 1945، احتفظت دول الكومنولث بحجم كبير من الجنيه الإسترليني، مقابل إمداد بريطانيا بالمواد الأولية والزراعية، وفي الفترة ذاتها، كان احتفاظ كل من: الحكومة، والقطاع الخاص في بريطانيا، بكل من: الذهب، والدولار، قد انخفض بمقدار النصف. وبعد الحرب العالمية الثانية كان حجم المخزون من الجنيه الإسترليني

خارج بريطانيا، يبلغ حوالي 35 مليار جنيه، وهذا يشكل ثلث الناتج القومي الإجمالي، بينما لا يتجاوز مخزون بريطانيا من الذهب والعملات الأجنبية، نصف مليار جنيه. وتحت ضغوط الولايات المتحدة، حاولت بريطانيا إعادة العمل بنظام تحويل العملة إلى أغراض معاملات الحساب الجاري، وتلقت لهذا الغرض قرضاً من الولايات المتحدة قدره 3,75 مليارات دولار، شرط إعادة العمل بالنظام خلال عام واحد، وقد تم فعلاً إعادة العمل بالنظام في تموز/ يوليو عام 1947؛ أي قبل خمس سنوات من التاريخ المحدد؛ وفق اتفاقية بريتون وودز، إلا أن بريطانيا فقدت خلال ستة أسابيع، معظم احتياطياتها من العملة الأجنبية؛ وهذا دفعها إلى إلغاء قرارها في 20 آب/ أغسطس عام 1947.[14]

لم تكن المشكلات تقصر على بريطانيا وحدها؛ فمعظم الدول الأوربية كان يعاني مشكلات في العملات، وفي نظم المدفوعات، وهجرة رأس المال. وقد شملت المشكلات كلاً من: ألمانيا، وإيطاليا، واستنفدت فرنسا معظم احتياطياتها من العملة الأجنبية، واضطرت إلى تخفيض قيمة عملتها من 119 فرنكاً للدولار الواحد عام 1947، إلى 214 فرنكاً للدولار مطلع عام 1948، وكان سعر الفرنك في السوق الحرة أدنى من ذلك بكثير؛ إذ كان يبلغ حوالي 300 فرنك للدولار، إلا أن المشكلات الأوربية بدأت تسكن تدريجياً، بعد إطلاق مشروع مارشال منذ النصف الثاني لعام 1948؛ حيث ضمن هذا المشروع تدفق الأموال الأمريكية إلى أوربا؛ ومن ثم إعادة توزيع الاحتياطيات المالية من الولايات المتحدة إلى دول العالم الأخرى. وفي عام 1948، كانت الولايات المتحدة تحتفظ بثلثي الاحتياطيات الدولية، وخلال عقد من الزمن انخفض ذلك إلى النصف.

لقد أطلق على فترة الخمسينيات والستينيات من القرن الماضي، الحقبة الذهبية للاقتصاد العالمي؛ حيث شهد هذا الاقتصاد نمواً وازدهاراً غير مسبوقين، وعادت التجارة الدولية إلى الانتعاش ثانية، وشهدت أسعار الصرف استقراراً نسبياً، ولم يشهد الاقتصاد العالمي، خلال تلك الفترة، أزمات اقتصادية أو مالية حادة. وبالرغم من الدور المركزي الذي لعبه الدولار في نظام بريتون وودز، فقد برزت منذ مطلع الستينيات تحذيرات من أن

موقع الولايات المتحدة في النظام المالي العالمي لا يتمتع بالاستقرار، وأنه غير قابل للديمومة. وفي عام 1960، توقع روبرت تريفين (Robert Triffin)، سقوط نظام بريتون وودز؛ بسبب أنه قائم على الثقة بالدولار، وعلى القدرة على تحويل الدولار إلى ذهب عند الرغبة؛ وبسبب توسع التجارة العالمية، فإن هناك طلباً شديداً على الدولار، لم يكن بالإمكان إيجاده، من دون أن تحقق الولايات المتحدة عجزاً، ومن دون أن تحقق دول العالم الأخرى فائضاً؛ ولكي تتجنب الدول الأخرى عدم ارتفاع أسعار عملاتها مقابل الدولار، فإنه كان عليها الاحتفاظ دائماً بكميات متزايدة من الدولار. وبمرور الوقت، فإن هذا سيتجاوز قدرة الولايات المتحدة على زيادة المخزون من الذهب؛ وهذا يعني أن سعر تحويل الدولار إلى الذهب – وهو الذي حدد بمقدار 35 دولاراً للأونصة – لا بد من أن ينتهي، أو يعدل؛ لئلا تكون عملية التحويل مستحيلة.

في منتصف الستينيات، استطاع الاقتصادي الفرنسي جاك رويف (J. Rueff)، وهو الذي تبنى الفكرة ذاتها التي أطلقها تريفين، التأثير في الرئيس الفرنسي شارل ديجول، وإقناعه بخطورة هذه القضية واحتمال وقوعها في أي لحظة، وقد أشار الرئيس الفرنسي إلى ذلك في خطبة له بالقول: إن «الولايات المتحدة غير قادرة على تحقيق التوازن في موازنتها؛ حيث تسمح لنفسها بمراكمة الديون؛ ومادام الدولار هو العملة المرجعية في كل أنحاء العالم، فإن من شأن ذلك؛ أن يسبب معاناة للآخرين؛ بسبب سوء سياسات الإدارة الأمريكية، وهذا شيء غير مقبول ولا يمكنه أن يستمر».[15] وقد استمرت الانتقادات لوضع الدولار، وخاصة من المسؤولين الفرنسيين في الأيام الأخيرة من نظام بريتون وودز، واصفين العالم بأنه يستخدم "ساعة معطلة"؛ لتحديد وقته، وأنه من الأفضل استخدام معيار أكثر ثباتاً واستقراراً؛ مثل: الذهب. وكان الاعتقاد السائد بأن السياسة النقدية للولايات المتحدة هي بطبيعتها تضخمية، (وخاصة في ظل إدارة الرئيسين جونسون ونيكسون)، وأن مجلس الاحتياطي الفيدرالي، هو عرضة للضغوط السياسية.

لم يؤدِّ تعديل نظام صندوق النقد الدولي عام 1969، وهو الذي تم – وفقه – استحداث وحدات حقوق السحب الخاصة (Special Drawing Rights, SDR)، التي هي أصل احتياطي دولي خاص بالصندوق، إلى نتائج مهمة؛ وكان الغرض من هذا التحديث هو محاولة معالجة مشكلة السيولة الدولية، واعتماد دول العالم على عملة رئيسة، وربما وحيدة هي الدولار. وفي الفترة التي سبقت ذلك بقليل: (منذ منتصف الستينيات)، لجأ الرئيس جونسون إلى تمويل حرب فيتنام، من خلال طبع النقود، لا من خلال فرض الضرائب، وقد أثر ذلك في عجز الموازنة العامة والحساب الجاري للولايات المتحدة. وأواخر الستينيات ومطلع السبعينيات، بدأت ظاهرة هروب الاحتياطيات المالية من الولايات المتحدة باتجاه أوربا؛ بسبب الخوف من التضخم؛ (نتيجة حرب فيتنام). وفي النصف الثاني من آب/ أغسطس عام 1971، كانت هناك تقارير صحفية، تشير إلى نية كل من: بريطانيا وفرنسا، تحويل احتياطياتها من الدولار إلى الذهب، وتدخل عدد من المفكرين الاقتصاديين في الجدل الدائر، وقدموا نصيحة إلى الرئيس نيكسون بضرورة التدخل؛ لوقف التدهور في القدرة التنافسية للولايات المتحدة. وفي 13 آب/ أغسطس عام 1971، أقدمت إدارة الرئيس نيكسون على إغلاق نافذة التحويل إلى الذهب، كما قامت بفرض رسوم جمركية مؤقتة على الواردات إلى الولايات المتحدة، بنسبة 10٪. وفي كانون الأول/ ديسمبر عام 1971، قدرت قيمة الانخفاض في سعر صرف الدولار، مقابل العملات الرئيسة، بحوالي ما بين 10٪ و20٪. ولم تقم الولايات المتحدة بأخذ الإذن من صندوق النقد الدولي، كما يقضي بذلك نظامه الأساسي، بل قامت بإخطار مديره العام بما فعلته، وقد شكل هذا التاريخ، وذلك القرار، النهاية الرسمية لنظام بريتون وودز الذي استمر قرابة ربع قرن من الزمن.[16]

نظام أسعار الصرف المعومة المعتمدة على الدولار (1973 - 1984)

لقد أحدث قرار الرئيس الأمريكي نيكسون بفك ارتباط الدولار بالذهب، صدمة عالمية، اضطربت؛ بسببها أسواق المال والعملات الرئيسة في العالم، ولم يكن أمام دول

العالم في ذلك الوقت – في خلال الأجل القصير – إلا الاستجابة لمعظم مطالب الولايات المتحدة أو كلها. وقد سمحت الدول الرئيسة في العالم لعملاتها بأن تكون عائمة، كما قامت بخطوات لتحرير تجارتها الخارجية، وقد حاول بعض قادة العالم إنقاذ الوضع، من خلال الاتفاق على تخفيض سعر الدولار، مقابل الذهب من 35 دولاراً إلى 38 دولاراً للأونصة، كما سمحوا لعملاتهم بالتقلب، مقابل الدولار بهامش يصل إلى 2,25٪، بدلاً من 1٪. وفي مقابل ذلك، وافقت الولايات المتحدة على إزالة التعرفة الجمركية التي فرضتها، ومقدارها 10 ٪، إلا أن هذه الاتفاقية لم يعد لها معنى، بعد مضي حوالي خمسة عشر شهراً من تاريخها؛ بسبب زيادة حدة الاختلال في ميزان المدفوعات الأمريكي، وبروز فوارق كبيرة في معدلات التضخم بين الدول الصناعية.

وفي منتصف عام 1972، ظهرت مشكلات جديدة على الساحة المالية الدولية؛ حيث واجهت بريطانيا مشكلات في ميزان مدفوعاتها، وقررت في حزيران/ يونيو من العام ذاته، تعويم الجنيه الإسترليني؛ وبسبب تفاقم العجز في الولايات المتحدة، جُددت المضاربات على الدولار؛ وهذا دفع السلطات السويسرية في كانون الثاني/ يناير عام 1973، إلى تعويم صرف الفرنك، مقابل الدولار، وتبعتها اليابان في شباط/ فبراير من العام ذاته. وقد حاولت الدول الصناعية، فرض الاستقرار في أسواق الصرف، بما فيها إغلاق السوق في آذار/ مارس، إلا أن ذلك لم يجدِ نفعاً، وأصبح التعويم سيد الموقف. وفي السنة ذاتها، وقعت حرب رمضان: (أو حرب أكتوبر) بين العرب وإسرائيل، وارتفعت في أثنائها أسعار النفط؛ وهذا أوجد عجزاً في الميزان التجاري وميزان المدفوعات للدول المستوردة للنفط، وانتقل حجم كبير من السيولة إلى الدول المنتجة للنفط والمصدرة له. ولم يكن الكثير من هذه الدول مستعداً؛ لاستيعاب هذه الاحتياطيات الهائلة؛ ولذا، قامت هذه الدول بإعادة تدويرها فيما أطلق عليه "البترودولار"، واستقرت هذه الاحتياطيات في الدول الصناعية، ولاسيما في الولايات المتحدة؛ ليتم إقراضها مرة أخرى للاقتصادات الصاعدة وللدول النامية.[17]

واجتمع، في عـامي 1973 و1974، وزراء الماليـة ومحـافظو البنـوك المركزيـة للـدول الصناعية الرئيسة، ودخلوا في مفاوضات لإصلاح النظام المالي للوصـول إلى قـيم تعادليـة جديدة لأسعار الصرف، وحاول المجتمعون الوصول إلى نظام جديد، يتـيح حريـة كـبرى لأسعار الصرف، ولا يعتمد على نظام قاعدة سعر الـصرف الثابـت للـدولار، إلا أنهـم لم يصلوا إلى قرار حاسم. وما ينبغي تأكيده، أن قرار فـك ارتبـاط الـدولار بالـذهب لم يـدع العالم يعيش في فراغ، فقد استمر العمل بالدولار؛ عملةً دولية، سـواء مـن الـدول أو مـن القطاع الخاص. وعلى العكس مما هو متوقع، فـإن تعـويم العمـلات الرئيـسة، قـد سـمح للدولار بالاستفادة من وفورات النطاق التي يتمتـع بهـا (Economy of Scale)؛ ولـذا، عُززت مكانته بدل أن تتدهور. وقد حافظ الدولار على مكانته وسيلةً للمدفوعات الآجلة ووسيطاً للتبادل، والوظيفة الأخيرة جعلت من الدولار الوسـيلة الرئيـسة لنظـام مقاصـة الحسابات بين المصارف التجارية، بما يعادل تقريباً 90٪ مـن صـفقات التعـاملات الآنيـة: (السوق الحرة)، والمستقبلية في أسواق الصرف العالمي الخاصة. وإذا مـا أراد أحـد البنـوك السويدية مثلاً، شراء جنيه إسترليني، فقد كان عليـه أولاً، التحـول إلى الـدولار، ثـم بعـد ذلك شراء تلك العملة. كما استمر استخدام الدولار؛ بوصفه وسيلة فعالة وآليـة للتـدخل في أسواق العملات.

مبادئ قاعدة تعويم العملات القائم على الدولار

بسبب إخفاق الدول الصناعية الرئيسة في الوصول إلى حـل مـرضٍ لتحديـد أسـعار التعادل للعملات، فقد أنشئ نظام واقعي (de facto)، فرض نفسه منذ عام 1973، يقـوم على أساس نظام أسعار الصرف العائمة التي يلعب فيهـا الـدولار دوراً محوريـاً. ويمكـن الإشارة إلى أهم مبادئ هذا النظام؛ كالآتي:[18]

- بالنسبة إلى الدول خارج الولايات المتحدة: العمـل عـلى تقليـل التقلبـات في أسـعار الصرف في الأجل القصير، من دون حاجة إلى تحديـد قـيم تعادليـة مقابـل الـدولار، ومحاولة التزام ثبات أسـعار الـصرف في الأجـل الطويـل، مـع ضـمان حريـة تغيرهـا

لأغراض تسويات معاملات الحساب الجاري. ويمكن استخدام الدولار وسيلة للتدخل؛ لتحقيق الاستقرار في أسواق العملات، مع الاحتفاظ بالاحتياطيات الرسمية، على شكل سندات وزارة الخزانة، كلما أمكن ذلك، واتباع سياسة في عرض النقود كذلك، من شأنها دعم التدخل في أسواق الصرف في الأجل القصير، والمحافظة على الاستقرار الاقتصادي، ومحاربة التضخم في الأجل الطويل.

- بالنسبة إلى الولايات المتحدة: الموقف السلبي أو الموقف المحايد في أسواق الصرف، وتحرير التجارة الخارجية؛ من دون استهداف ميزان المدفوعات، وعدم الاحتفاظ باحتياطيات رسمية كبيرة من العملات الأجنبية، والمحافظة على انفتاح أسواق المال في الولايات المتحدة، لكل من: الحكومات الأجنبية، والقطاع الخاص؛ لأغراض الإيداع والاقتراض.

وقد شهدت الفترة منذ عام 1979، تطورات سياسة واقتصادية مهمة، مثلت بوصول مارجريت تاتشر إلى رئاسة الوزراء في بريطانيا، ثم تسلم الرئيس رونالد ريجان رئاسة الولايات المتحدة عام 1981، ومع مجيء هذين الزعيمين، كان هناك تحول في أولويات السياسة الاقتصادية وأدوات تحقيقها، وقد استحوذ التضخم، بمعدلاته العالية التي أعقبت ارتفاع أسعار النفط، على اهتمام خاص من الإدارة الأمريكية، وركزت السياسات على أسعار الفائدة والتحكم في كمية عرض النقود، مع تسلم بول فولكر رئاسة مجلس الاحتياطي الفيدرالي في الفترة ذاتها. وزاد قرار رفع أسعار الفائدة، أسعار الدولار في أسواق الصرف، وخلال الفترة 1980 – 1982، ازدادت قيمة الدولار بنسبة 29٪ بالقيم الاسمية، و28٪ بالقيم الحقيقية. وإلى جانب ذلك، قام الرئيس ريجان بتخفيض معدلات الضرائب: (مدرسة جانب العرض Supply–side Economy)، وكان الاقتناع السائد هو أن استقرار معدلات نمو النقود، سينجم عنه معدلات تضخم مستقرة وأسعار صرف ثابتة، إلا أن ارتفاع سعر الدولار خلال الفترة 1981 – 1984، وخاصة مقابل المارك الألماني والعملات الأوربية الأخرى، وصف بأنه يمثل إرهاصات لـ "فقاعة" جديدة؛ وقد دفع ارتفاع الدولار بنسبة 20٪، خلال الفترة من حزيران/ يونيو عام 1984، إلى

شباط/ فبراير عام 1985، الحكومة الأمريكية إلى التخلي عن سياساتها السلبية، تجاه ارتفاع سعر الدولار، أما الدول الأوربية فقد كانت محبطة؛ بسبب الضغوط عليها؛ لاتباع سياسة نقدية متشددة؛ لتخفيض الضغوط التصاعدية على الدولار. وهذه الأجواء دفعت الدول الغربية إلى التدخل على نطاق واسع؛ لوقف صعود الدولار؛ لا لأسباب تتعلق باقتصادها المحلي، بل لأسباب تتعلق بالأوضاع في الولايات المتحدة أيضاً.

نظام تعدد العملات الدولية (من عام 1985 حتى الآن)

أجبر الارتفاع الهائل في سعر صرف الدولار، مقابل العملات الرئيسة في النصف الأول من الثمانينيات من القرن الماضي، وارتفاع الأصوات مجدداً في الكونجرس الأمريكي، وهي الداعية إلى حماية القدرة التنافسية للمنتجات الأمريكية، الدول الصناعية الرئيسة: (المملكة المتحدة، وفرنسا، واليابان، وألمانيا الغربية، إلى جانب الولايات المتحدة)، وإلى الاجتماع عاجلاً وسراً أولاً، في نيويورك في أيلول/ سبتمبر عام 1985، وهو الاجتماع الذي أقر خطواتٍ؛ لتخفيض قيمة الدولار، وهو الذي أطلق عليه "اتفاق بلازا"، نسبة إلى اسم الفندق الذي عقد فيه الاجتماع، وعقد الاجتماع الثاني في فرنسا (اتفاقية اللوفر) في شباط/ فبراير عام 1987، وكان هذه المرة؛ للنظر في تدهور قيمة الدولار والآثار السلبية لذلك، في اليابان بشكل خاص. وكان من أهم ما تمخض عن الاجتماعين، وما صاحبهما وما تلاهما من تطورات، إنشاء النظام النقدي الأوربي، وتعاقب إدارات أمريكية معنية بدرجة قليلة بأسعار الصرف، وانهيار المعسكر الاشتراكي، وبروز الكثير من الدول التي تتبع فلسفة الاقتصاد الحر؛ وهذا كله أدى إلى تعزيز النظام المالي القائم على أساس أسعار الصرف المعومة المتعددة، وإلى جانب الدولار، ازدادت أهمية المارك الألماني والجنيه الإسترليني والين الياباني، وبعد ذلك اليورو. وخلال هذه المرحلة لم تعد الدول الصناعية بحاجة إلى التحكم في حركة رأس المال؛ بوصف ذلك أداة للمحافظة على نظام أسعار الصرف؛ لأنها أصبحت عائمة، أما في الدول الأطراف؛ فقد أدى الإصلاح الاقتصادي فيها إلى انخفاض تكاليف المبادلات، ومخاطر الاستثمار الأجنبي.

المشكلات الهيكلية للدولار

توصلت دول العالم جميعها؛ وفي مقدمها: الدول الصناعية، إلى الحقيقة التي مفادها: أن السياسات المحلية للولايات المتحدة لا يمكن أن تكون محايدة، في ضوء بقاء الدولار "العملة الرئيسة للعالم"، وأن التحكم في أسعار الفائدة، وفي الكمية المعروضة من النقود، لا بد من أن يكون لهما آثار سريعة وكبيرة في قيمة الدولار؛ ومن ثم في دول العالم. ويبدو ذلك واضحاً في العلاقة بين سعر الدولار وميزان الحساب الجاري في الولايات المتحدة؛ فخلال الفترة بين كانون الثاني/ يناير عام 1979، وآذار/ مارس عام 1985، ارتفع سعر الدولار بنسبة 40٪ بالقيم الحقيقية، مقابل العملات الرئيسة، وفي الحقبة ذاتها حُوّل صافي الحساب الجاري للولايات المتحدة من مرحلة توازن عام 1978، إلى عجز، مقداره 2,75٪ من الناتج المحلي الإجمالي عام 1985. وفي المرحلة اللاحقة – وهي الممتدة من آذار/ مارس عام 1985، إلى شباط/ فبراير عام 1991 – انخفض الدولار بنسبة 40٪ بالقيم الحقيقية، مقابل العملات الرئيسة، بينما رجع الحساب الجاري الأمريكي إلى مرحلة التوازن.

وخلال تلك المرحلة، تحولت الولايات المتحدة من مقرض صافٍ عام 1978، مع أصول أجنبية تبلغ 9٪ من الناتج المحلي الإجمالي، إلى مقترض صافٍ عام 1991، مع التزامات مالية بحدود 6٪ من الناتج المحلي الإجمالي. وحدث الارتفاع الثاني للدولار خلال الفترة الممتدة منذ منتصف عام 1995، حتى شباط/ فبراير عام 2002، وارتفع خلالها بنسبة 30٪، بينما اتسع العجز في الحساب الجاري في الولايات المتحدة من 1,5٪ من الناتج المحلي الإجمالي عام 1995، إلى 4,5٪ من الناتج المحلي الإجمالي عام 2002. وحدث الانخفاض الأخير للدولار خلال الفترة 2002 – 2008، بنسبة 2,5٪.[19]

وبالرغم من كل ذلك، فإن العالم مايزال يعتمد على نظام يقوم بشكل أو بآخر على أساس الدولار الأمريكي؛ لأن الولايات المتحدة ماتزال أكبر اقتصاد في العالم، ولأن الغالبية العظمى من السلع، تحدد أسعارها بالدولار؛ ومن ثم يصبح هناك دافع لكثير من

دول العالم إلى الاحتفاظ باحتياطي من الدولار. وقد انخفضت حصة الدولار من الاحتياطي العالمي من 73٪ عام 1978، إلى أقل من 50٪ في نهاية الثمانينيات من القرن الماضي، إلا أنها عادت إلى الارتفاع مرة أخرى إلى 71٪ في الفترة 1999 – 2001، ثم انخفضت بدرجة معتدلة إلى 66,5٪ عام 2005، و63,8٪ في الربع الثالث من عام 2007. وجزء كبير من تلك التغيرات في حصة الدولار، تعكس آثار تقويم التقلبات في أسعار صرف العملات، لا تغيراً في المحافظ المالية للاحتياطيات.[20]

ومن المظاهر التي تلفت النظر في الأزمة المالية الحديثة، أنه بالرغم من أن الأزمة بدأت في الولايات المتحدة، وكان لها تأثير هائل في نظامها المالي ونظامها المصرفي، فإن ذلك لم يسبب توفير هجوم مضاربي على الدولار، وهذا – من دون شك – يخالف توقعات الكثير من الخبراء الاقتصاديين البارزين؛ مثل: نوريل روبيني (Nouriel Roubini)، وكينيث زوجوف (Kenneth Rogoff)، اللذين توقعا أن عدم التوازن العالمي سينجم عنه انهيار الدولار.

ويعود جانب من تفسير هذه الظاهرة، إلى ما يطلق عليه "الهروب إلى الملاذ الآمن"؛ حيث ماتزال الولايات المتحدة، بوجود حكومتها الفيدرالية التي تحتكر السياسة النقدية، تمثل مكاناً آمناً، وبيئة تتمتع بالاستقرار الاقتصادي النسبي، مقارنة إلى منطقة اليورو مثلاً، وهي التي تنتاب الخلافاتُ دولَها الأعضاء، أو الدول الأخرى – مثل: بريطانيا وسويسرا – التي يتهدد اقتصادها كبر حجم القطاع المالي نسبة إلى الاقتصاد ككل.

لقد كان الدولار محور أزمات مالية كثيرة في الماضي، وفي هذه الأزمة، كان عاملاً مهماً في انتشار رقعة الأزمة المالية إلى أرجاء المعمورة كافة، وتعد مشكلات الدولار هيكلية، وليست عابرة، أو مما يمكن التعامل وإياه بسهولة؛ وأهم هذه المشكلات:

- أن هذا النظام من شأنه إنتاج فقاعات مالية أو فقاعات في أسعار الأصول: (الأسهم والعقارات)؛ تؤدي إلى آثار خطيرة في الاقتصادات الوطنية عند انفجارها؛ فالدول ذات الاقتصادات الكبيرة التي يتراكم لديها فائض في ميزان المدفوعات، تعاني غالباً، بيئة يتجه

فيها الاقتصاد المحلي للنمو المتسارع: (السخونة Overheating)، ويتبعه ارتفاع معدلات التضخم، وارتفاع في أسعار الأصول، يساعد عليه تدفق رؤوس الأموال من الخارج. وهذا من شأنه إيجاد ظاهرة الفورة، ثم الانفجار (Boom & Bust).

- معظم دول العالم خلال العقود الأخيرة، اعتمد على التصدير إلى الولايات المتحدة لا الاستيراد منها؛ فجعل هذا الولايات المتحدة تراكم حجماً هائلاً من الديون التي تقدر الآن بأكثر من 12,8 تريليون دولار، وهذا يعادل أكثر من 90٪ من الناتج المحلي الإجمالي، وهذا الحجم من المديونية غير قابل للاستمرار والديمومة.

- أن هذا النظام، من شأنه توليد ظاهرة الانكماش في الأسعار (Deflation)؛ فإغراق العالم بالدولارات يساعد على إيجاد السيولة الائتمانية في الدول الأخرى؛ وهذا يسمح بالمبالغة في الاستثمار؛ ومن ثم بروز الطاقة الفائضة، وانخفاض أسعار المنتج، كما أنه يؤثر في ربحية القطاع الخاص، وتعرض هذه للضغوط؛ فيولد هذا ظاهرة الانكماش.

الفصل الرابع

التحديثات المالية

بلغ الناتج المحلي الإجمالي لجميع دول العالم في العام الذي بدأت فيه الأزمة المالية العالمية (2008)، حوالي 60,7 تريليون دولار أمريكي، وبالمقابل، فإنه حتى نهاية عام 2008، بلغت التعاملات العالمية في الأسواق الموازية للمشتقات المالية حوالي 592 تريليون دولار؛ منها: 514,3 تريليوناً تمثل صفقات آجلة (Forwards)، وصفقات مقايضة (Swaps)، و77,7 تريليوناً تمثل صفقات خيارات (Options). والغالبية العظمى من تلك التعاملات، هي تبادلات في المشتقات على أسعار الفائدة: (418,7 تريليون دولار)، و49,8 تريليوناً، تجارة في أسعار الصرف، 6,5 تريليونات صفقاتٍ في الأسهم، و3,4 تريليونات دولار، مبادلات على السلع الأولية، بما فيها النفط.[1]

وقبل ذلك بسنتين؛ أي عام 2006، كان الناتج المحلي لدول العالم يصل إلى 47 تريليون دولار، ورأس مال أسواق البورصة العالمية كان 51 تريليون دولار، والقيمة الإجمالية للسندات المحلية والدولية كان 68 تريليون دولار، وقيمة المشتقات المالية المستحقة كانت 473 تريليون دولار؛ أي أكبر من الناتج المحلي الإجمالي بحوالي عشر مرات، وكل يوم تشرق فيه الشمس، يتم تبادل ما قيمته تريليونا دولار في أسواق الصرف العالمية، وكل شهر يتم تبادل ما قيمته 7 تريليونات دولار في أسواق البورصة.[2] وهذا المبلغ يساوي خمسة أمثال الناتج المحلي الإجمالي لجميع دول الشرق الأوسط مدة عام، وحوالي سبعة أمثال الناتج المحلي للقارة الإفريقية، ونصف الناتج المحلي الإجمالي لجميع الاقتصادات النامية والاقتصادات الناشئة في العالم مجتمعة.

وتُظهر هذه الأرقام، أن عالم التداولات المالية، بتحديثاته المختلفة والمعقدة، أصبح عالماً منفلتاً وخارجاً على السيطرة، وأن ما يدور في حلبة المال، لا علاقة له في الكثير من الأحيان،

بما يدور في عالم الاقتصاد الحقيقي، وفي بعض الأحيان كانت الهزات والأزمات في القطاع المالي، تحصر في ذلك القطاع؛ ومن ثم، فإنها لا تترك آثاراً كبيرة في مسيرة الاقتصاد القومي، أو أنها يمكن تدارك عواقبها بسرعة، إلاّ أنه في بعض الأحيان، ومنها الأزمة الأخيرة، ينجم عن الأزمات المالية آثار أكثر عمقاً في الاقتصاد الحقيقي؛ وهذا يؤثر في المتغيرات الكلية؛ مثل: حجم الناتج والبطالة والتضخم. وفي جميع الحالات كان للتحديثات المالية السريعة، وهي البالغة التعقيد، آثار مهمة لا في القطاع المالي فحسب، وإنما في جميع مناحي الاقتصاد. وبعد وقوع الأزمة، كانت تلك التحديثات محل اتهام لدى المفكرين ومتخذي السياسات، ومحل تساؤل أيضاً، عن مدى جدواها، وأهمية الحاجة إلى إعادة النظر في بعضها أو تقنينه على الأقل، إلا أن التحديثات المالية - مثلها مثل كل الصناعات والاختراعات - لم تأتِ من فراغ، وإنما جاءت لتلبي حاجة ملحة إلى البشر أو السوق، وهي بهذا الحسبان لا تلام لذاتها، وإنما يلام سوء استخدامها، والتطور في هذه المشتقات المالية، يتطلب إطلالة تاريخية على التحولات التي طرأت على الاقتصاد العالمي الحديث.

التحولات الكبرى في عالمي الاقتصاد والمال

لفهم أفضل لظاهرة الانفصال بين عالم الاقتصاد الحقيقي وعالم المال، ينبغي إلقاء نظرة إلى التطورات الكبرى التي حدثت لهيكل الاقتصاد العالمي، والإنتاج، وتقسيم العمل، والتجارة الخارجية، بين الدول خلال الحقبة الماضية؛ فمنذ الثورة الصناعية طُور نظام عالمي لتقسيم العمل (Division of Labor)، سيطرت في ظله الدول الصناعية الرئيسة: بريطانيا وبعض دول أوربا الغربية ثم الولايات المتحدة، على مقدرات العالم وعلى التقنية، بينما تخصصت الدول النامية في إنتاج المواد الأولية وتوفير العمالة الرخيصة وغير المهنية، وقد ظلت هذه العلاقة بين دول المركز والأطراف، من دون تغير جوهري، حتى نشوب الحرب العالمية الثانية عام 1939؛ فالإنتاج الصناعي ظل مركّزاً في دول المركز؛ إذ كانت أربع دول تستحوذ على 71٪ من الإنتاج الصناعي، وحوالي 90٪ من هذا الإنتاج كان مركزاً في إحدى عشرة دولة، وكانت هذه الدول، تبيع ثلثي إنتاجها الصناعي لدول الأطراف، وكانت تستوعب أربعة أخماس المواد الأولية المنتجة في هذه الدول الأخيرة.

وخلال الحرب العالمية الثانية، حُطم معظم القدرات التقنية والفنية للدول الصناعية خارج الولايات المتحدة: (أوربا واليابان)، وكان ينبغي إعادة البناء؛ وفق أسس جديدة وحديثة؛ وهذا أعطى هذه الدول ميزاتٍ مهمة وقدرات تنافسية في السوق العالمية؛ ولذا، فإن العالم الذي برز بعد عام 1945، كان عالماً جديداً في الكثير من الأوجه. وفي العالم القديم قبل الثورة الصناعية، كان إسهام آسيا في الناتج المحلي الإجمالي العالمي، يصل إلى حوالي 62٪، وفي دول أوربا إلى حوالي 23٪، إلا أن هذا الوضع تغير كلياً في النصف الثاني من القرن العشرين؛ حيث أصبحت الدول الغربية تنتج حوالي 60٪ من الناتج العالمي، وآسيا، (بما فيها اليابان)، تنتج حوالي 19٪؛ ومعظم هذا التحول يعود إلى انهيار كل من: الصين والهند اللتين كانتا مركز الاقتصاد والتجارة العالميين في السابق، حتى ظهور الثورة الصناعية، ومن التطورات المهمة في مرحلة ما بعد الحرب العالمية الثانية أيضاً، زيادة درجة الترابط بين دول العالم؛ فخلال الفترة من عام 1950، حتى نهاية القرن العشرين، ازداد حجم التجارة الدولية، حوالي عشرين مرة، بينما لم يتضاعف الناتج العالمي إلاّ ست مرات.[3]

وطوال حوالي قرن من الزمن، احتلت الولايات المتحدة المركز الأهم في الاقتصاد العالمي، وأصبح اقتصادها يشكل أكثر من ثلث حجم الاقتصاد العالمي، وهي تستحوذ على ربع الإنتاج الصناعي العالمي، وثلث الإنتاج من الخدمات، وحوالي سدس الإنتاج الزراعي، إلاّ أن حصتها من صادرات العالم السلعية انخفضت – نتيجة للتغيرات الهيكلية التي طرأت على اقتصاد الولايات المتحدة، والاتجاه نحو الخدمات – من 17٪ عام 1963، إلى أقل من 10٪ في نهاية ذلك القرن، وفي الوقت ذاته، فإن وارداتها من السلع ارتفعت من 9٪ إلى حوالي 17٪ خلال الفترة ذاتها؛ وهذا أسهم في تفاقم العجز في الميزان التجاري وميزان المدفوعات.[4]

وقد تطور التمويل الذي يشكل عصب الاقتصاد – تاريخياً – بتطور التجارة الدولية والانفتاح العالمي، وتحوَّل من نشاط يقوم به أفراد راغبون فيه، وقادرون على تحمل المخاطر، إلى مؤسسات مالية، تتفاوت في درجة التعقيد. والعمل المصرفي – على سبيل

المثال – وهو الذي بدأ في فلورنس بإيطاليا في القرن الخامس عشر، نشأ من خلال مزاولة المرابين والوسطاء عملَهم في الهواء الطلق، وأواخر القرن الرابع عشر ومطلع القرن الخامس عشر، انتقل بعض التجار الإيطاليين إلى لندن؛ لمزاولة أعمال الإقراض في شارع لومبارد، وبدأت المصارف البريطانية مزاولة عملها في القرن السابع عشر الميلادي؛ حيث كان التجار الأغنياء يحتفظون بأموالهم لدى الصاغة؛ لأن لديهم أماكن مأمونة، وفي عام 1677، كان هناك حوالي أربعة وأربعين محلاً للصاغة في لندن، وفي عام 1900، أصبحت لندن أكبر مركز للبنوك في العالم، مع وجود حوالي 250 مصرفاً خاصاً أو مساهماً.[5] وحدث تطور آخر لا يقل أهمية، وهو استحداث أدوات الدين الحكومية، خلال الفترة ذاتها، وبعد ذلك، أصبحت الحكومات مسؤولة عن إيجاد إحدى أهم أسواق المال: أدوات الدين الحكومي أو السندات الحكومية (Bonds). وتاريخياً، نجد أن أول شركة مساهمة مشتركة في تاريخ أوربا الرأسمالي، كانت شركة الهند الشرقية الهولندية التي قلدتها بريطانيا، بإنشاء شركة مماثلة، هي شركة الهند الشرقية البريطانية، وبعد ذلك تطورت تلك التجربة لتوجد سوقاً للسندات الخاصة، إلى جانب السندات الحكومية.

وتنبغي الإشارة إلى أن التطور والتحديث في التمويل فاقا على نحو كبير التطورات التي حدثت في الاقتصاد الحقيقي أو الاقتصاد العيني؛ وهذا أسهم في الانفصال بين العالمين، وهنا تجدر الإشارة إلى ثلاث ظواهر مهمة، حدثت خلال عملية التحديث هذه؛ وهي:

الظاهرة الأولى، هي أنه في العقود الثمانية الأولى من القرن العشرين، نمت الأصول المالية بسرعة توازي سرعة نمو الناتج المحلي الإجمالي، وكانت الاستثناءات من ذلك، هي في أوقات الحروب؛ حيث ارتفعت الديون الحكومية بسرعة كبيرة، إلاّ أن الأوضاع قد تغيرت بعد عام 1980؛ حيث شهدت الأصول المالية، معدلات نمو متسارعة؛ ففي الولايات المتحدة – على سبيل المثال – أصبحت القيمة الإجمالية للأصول؛ بوصفها نسبة من الناتج المحلي الإجمالي، تشكل الضعف منذ ذلك التاريخ.

وعلى المستوى العالمي، أصبحت حقوق الملكية: (الأسهم)، والديون الخاصة تشكل الغالبية العظمى من الأصول المالية، بعد أن أصبحت الشركات، تتجه بشكل متزايد لتمويل عملياتها، من خلال الاقتراض، وبحلول عام 2007، بلغت قيمة الأصول المالية العالمية حوالي 194 تريليون دولار، وهو مبلغ يشكل حوالي 343٪ من قيمة الناتج المحلي الإجمالي العالمي.[6] وبعد أن كان التمويل يستهدف بشكل أساسي، تسهيل التجارة الدولية، فإنه في الوقت الحاضر، أصبح نشاطاً مستقلاً بذاته، ويقدر أن نسبة 10٪ فقط من الصفقات في أسواق المال، هي لتغطية التجارة في السلع والخدمات، والغالبية العظمى بعد ذلك، تأخذ صفة النشاطات المضاربية، وإن كان يصعب في كثير من الأحيان، التمييز بين النشاطات الحقيقية والنشاطات المضاربية.

والظاهرة الثانية، هي التطورات التي طرأت على طرائق تمويل المصارف التجارية لعملياتها، وإيجاد الودائع؛ فخلال القرنين الثامن عشر والتاسع عشر ومطلع القرن العشرين، كان يتم التحكم في قروض المصارف، في ضوء القواعد الخاصة بحجم الائتمان ونسبتها إلى حجم الودائع، ومتطلبات الحد الأدنى من الاحتياطي الإلزامي ومخاطر الإفلاس أو الإعسار، ومنذ الثمانينيات من القرن العشرين، وسعت المصارف التجارية موازناتها (Balance Sheets)، من خلال الاقتراض فيما بينها، أو من خلال الاقتراض من أسواق المال المحلية أو الدولية؛ فمنذ مائة عام مضت، كانت نسبة الأصول إلى رأس المال لمصرف أوربي تبلغ 4: 1، على حين أن المصرفيين في السبعينيات من القرن العشرين، كانوا يعدون نسبة 10: 1 أو 12: 1، دليلاً على الحصافة المالية.

وخلال العقدين الماضيين، ارتفعت هذه النسبة بمقدار كبير، وللمصارف الاستثمارية في الولايات المتحدة خلال الفترة 1993 – 2002، كان معدل الرافعة المالية أو التوسع في الدين (Leverage)؛ أي الأصول مقسومة على حقوق الملكية أو رأس المال – على سبيل المثال – يبلغ 21 لمورجان ستانلي، و23 لجولدمان ساكس، و27 لميريل لينش، و32 لبير ستيرنز. وبحلول عام 2006، نجد أن هذه المؤشرات، ارتفعت إلى 33 لمورجان ستانلي،

و26 لجولدمان ساكس، و32 لميريل لينش، و34 لبير ستيرنز، وخلال أربع سنوات – بتعبير آخر – تضاعفت نسبة الأصول إلى رأس المال في هذه البنوك الاستثمارية، من 26 مرة إلى 31 مرة.[7] وانفجر دين القطاع المالي في الولايات المتحدة على نحو غير معهود، وازداد من 16٪ من قيمة الناتج المحلي الإجمالي عام 1976، إلى حوالي 116٪ عام 2007. ومن دون شك، فإن معدلات مديونية بهذا المستوى تشكل خطورة بالغة، فإذا كان لدى بنك نسبة أصول إلى رأس المال، بمقدار 25: 1، فإن انخفاضاً صغيراً في قيمة الأصول (بنسبة 4٪ مثلاً)، يمكنه أن يمحو قيمة رأس المال كلها.[8]

والظاهرة الثالثة، هي أن هذه العمليات؛ وبسبب انفتاح أسواق المال العالمية وإزالة الحواجز، أصبحت تتعدى الأسواق المحلية إلى الأسواق الدولية؛ ففي السابق ظلت الأموال تنتقل بين الاقتصادات الغنية؛ أي من الشمال إلى الشمال، وليس من الاقتصادات الغنية إلى الاقتصادات الناشئة أو الاقتصادات النامية؛ أي من الشمال إلى الجنوب. وفي تلك الفترة كان معظم تدفقات رأس المال الدولي، تبادلاً في الأصول بين الدول الثرية؛ وهي كانت تستهدف التنويع وتقليل مخاطر التركز، وفي فترة لاحقة، نشأت حركة لرأس المال الدولي من الدول الغنية إلى الاقتصادات الناشئة؛ بحثاً عن فرص الاستثمار، أو لتمويل نقل عمليات الإنتاج إلى البلدان التي لديها ميزات نسبية في انخفاض تكاليف الإنتاج، ولاسيما الدول التي تمتلك القوى العاملة الرخيصة؛ ففي التسعينيات من القرن الماضي، ازدادت تدفقات رأس المال الخاص إلى الاقتصادات الناشئة، وأصبح المتوسط السنوي يبلغ 300 مليار دولار، وهذا يشكل خُمس تدفق رأس المال العالمي الخاص. وفي السنوات الحديثة؛ وبسبب تراكم الاحتياطيات الدولية لدى الاقتصادات الناشئة، وحاجة بعض هذه الدول إلى الدفاع عن أسعار صرف متدنية لحفز صادراتها إلى الخارج، فقد أصبحت هذه الدول مرسلاً صافياً لرأس المال إلى الدول الغنية؛ وعلى سبيل المثال، فإن العجز الكبير الذي تحققه الآن الولايات المتحدة في الميزان التجاري والحساب الجاري، وهو الذي كان يتجاوز 600 مليار دولار قبل الأزمة الأخيرة، يتم تمويله من

خلال الاقتراض من الخارج؛ حيث كانت الاقتصادات الناشئة توفر حوالي ثلث ذلك المبلغ تقريباً.[9]

المشتقات المالية والتمويل

بالرغم من أن الكثير من المشتقات المالية المتداولة حالياً، له جذور قديمة نوعاً ما، فإنه منذ ثمانينيات القرن الماضي تضافرت عوامل كثيرة لإعطاء هذه المشتقات بُعداً جديداً، ومنحها الفرصة لتلعب دوراً مهماً في العولمة المالية، وفي تفاقم الأزمات الاقتصادية أيضاً. ومن أهم هذه العوامل: تحرير القطاع المالي الذي بدأ في كل من: الولايات المتحدة، وبريطانيا، حوالي عام 1979، وانتشر إلى دول العالم الأخرى، وتعويم أسعار الصرف؛ وهذا زاد تداول العملات العالمية لأغراض التحوط أو المضاربة، ثم سعي الدول لفتح حدودها أمام رأس المال الأجنبي، وبدء تغير النظرة السلبية حول رؤوس الأموال غير الوطنية، وخاصة تلك التي تستهدف الاستثمارات الطويلة الأجل.

لقد حاولت النشاطات المالية العابرة للحدود، على مدى فترات طويلة، تجاوز القيود والموانع التي تفرضها الدول؛ من أجل كسب مزيد من الأسواق، أو تحقيق معدلات أعلى من الأرباح أو للوصول إلى أسواق أقل تقييداً، وقد كان اختراقها لهذه الحواجز بطيئاً، ولا يتصف بالاستمرار والديمومة، إلاّ أن هذه العملية تسارعت منذ الثمانينيات من القرن العشرين، وأسهم في ذلك المؤسسات والشركات المتعددة الجنسيات التي حاولت الاستفادة من الثغرات في التشريعات المحلية. إن بداية الاختراق كانت في استحداث أسواق "اليورودولار" (Eurodollar)، في أسواق الأوفشور (Offshore)، في الستينيات من القرن الماضي. وعملة اليورودولار تمثل الدولارات التي يتم الاحتفاظ بها خارج النظام المصرفي في الولايات المتحدة، ولاسيما من دول؛ مثل: روسيا والصين اللتين كانتا تخشيان تعقيدات المشكلات السياسية، أما التطور اللاحق - بعد أن أصبحت هذه العملات حرة من التدخل السياسي - فهو إدراك المصرفيين أن هذه العملة، هي حرة من قوانين المصارف في الولايات المتحدة التي تشترط الاحتفاظ بالاحتياطي المطلوب

والتحكم في دفع أسعار الفائدة المقررة. والنمو المتسارع لأسواق العملة خارج أطر النظم المصرفية الوطنية، تم تعزيزه بالضغوط التي مارستها البنوك ومؤسسات التمويل الأخرى؛ من أجل العمل في بيئة أقل قيوداً وتجزؤاً على المستويين المحلي والدولي.

وكانت عولمة الخدمات المالية، وتخفيف القيود التنظيمية (Deregulation)، وجهين لعملة واحدة، وقد أقدم الكثير من الدول المتقدمة والنامية على اتخاذ خطوات في اتجاه تحرير قطاع الخدمات المالية؛ فالولايات المتحدة اتخذت منذ أواخر السبعينيات من القرن الماضي خطوات عدة؛ لتسهيل دخول البنوك الأجنبية إلى الولايات المتحدة وتذليل العقبات أمام نشاط البنوك الأمريكية في الخارج. وفي عام 1981، سمحت الولايات المتحدة بإنشاء التسهيلات المصرفية الدولية: (International Banking Facilities, IBFs)، وهي التي فسحت المجال لإنشاء مراكز الأفشور والأونشور، التي تسمح بتقديم الكثير من الخدمات للزبائن الأجانب، وبعد ذلك قامت السلطات التشريعية في الولايات المتحدة بإصلاح النظام المالي على المستوى الفيدرالي، وسمحت للمصارف بالانخراط في الكثير من الخدمات المالية، وفتح فروع لها في الولايات كافة، وفي بريطانيا تم، منتصف الثمانينيات من القرن الماضي؛ أي: (بدءاً من عام 1986)، إطلاق ما سمي "بيج بانج" (Big Bang)، وهو الذي تم وفقه إزاحة الحواجز بين المصارف التجارية وبيوت التمويل، والسماح للمؤسسات المالية الأجنبية بالعمل في سوق الأسهم البريطانية، واتبعت فرنسا الخط نفسه، وأطلقت ليتل بانج (Little Bang)، عام 1987؛ حيث سمحت الحكومة تدريجياً للشركات الأجنبية بالعمل في أسواق المال الفرنسية، وللأجانب: (الأفراد والمؤسسات)، بالتعامل في أسواق البورصة. وشملت جهود التطوير أيضاً: ألمانيا، واليابان وسنغافورة جزئياً، ومؤخراً الصين التي سمحت بالمشاركة الأجنبية في تملك الحصص في المصارف الحكومية، وسمحت بإدراج تلك المصارف في البورصات الأجنبية، وأصبح تحرير القطاع المالي جزءاً مهماً من اتفاقيات التجارة الحرة بين الدول، وكذلك ضمن التكتلات الاقتصادية المهمة؛ مثل: الجماعة الاقتصادية الأوربية.[10]

لقد أدى تحرير القطاع المالي، فيما أدى إليه، إلى اتجاه البنوك المحلية للاعتماد على الاقتراض من الخارج بأسعار فائدة مرتفعة نوعاً ما؛ لزيادة قدرتها على الإقراض الداخلي، وكان المقرضون الخارجيون راغبين في توفير هذه الأموال؛ لاعتقادهم بانعدام المخاطر المترتبة على ذلك، أو انخفاضها؛ بسبب وجود الضمانات الحكومية لتلك المصارف، وقد عزز ذلك سياسات الحكومات الخاصة بتثبيت أسعار الصرف؛ وهذا أزال مخاطر الخسائر المتوقعة؛ بسبب عدم التيقن بشأن التقلبات في أسعار الصرف.

كما أدت هذه التطورات إلى قفزة هائلة في حجم الأصول المالية، مقابل الاقتصاد الحقيقي، وخلال الفترة 1980 – 2007، تضاعفت الأصول المالية التي تشمل الأسهم والديون الخاصة والحكومية والودائع الحكومية، ثلاث مرات تقريباً، نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي، كما أن تدفق رأس المال العالمي ازداد هو الآخر، وقد أسهمت في ذلك التطورات في وسائل الاتصالات والمعلومات وتقنياتها، والتحديثات في المنتجات والخدمات المالية، وكانت الأصول المالية، وهي التي بلغت 12 تريليون دولار عام 1980، تقابل الناتج المحلي الإجمالي لدول العالم، ومقداره 10 تريليونات دولار، وفي عام 2000، بلغت الأصول المالية 94 تريليون دولار، مقابل 32 تريليوناً للناتج المحلي الإجمالي العالمي، وفي عام 2007، بلغ الناتج المحلي الإجمالي لدول العالم حوالي 55 تريليون دولار، بينما بلغت قيمة الأصول 196 تريليون دولار، وخلال السنوات 2002 – 2007، كانت الودائع والقروض العابرة للحدود أسرع مكونات تدفقات رأس المال العالمي، مرتفعة من 900 مليار دولار عام 2002، إلى حوالي 6 تريليونات في نهاية عام 2007. وقد عكست هذه الظاهرة العولمة وانفتاح الأسواق؛ حيث لجأت المصارف إلى تمويل احتياجاتها إلى السيولة من الأسواق العالمية لا المحلية فحسب. وتعد المصارف التجارية مصدر 80٪ من تدفقات القروض، والمتلقي لـ 80٪ من الأموال المرسلة إلى الدول، وبالرغم من أن الدول النامية تمتلك 20٪ من الأصول المالية العالمية، فإنها استحوذت على حوالي نصف النمو في هذه الأصول عام 2007. وتجاوزت أسواق المال في الصين – من حيث الحجم – كلاً من: ألمانيا، وبريطانيا، وفرنسا، وأصبحت ثالثة كبريات الأسواق في العالم، بعد الولايات

المتحدة، واليابان، وأصبح الكثير من الشركات قادراً على الحصول على حجم كبير من التمويل خارج نيويورك ولندن؛ حيث برز الكثير من المراكز الأخرى ذات الأهمية، من حيث الحجم والسيولة.[11]

وقد شهد عام 2007، حركة عبور كبيرة لرأس المال، شملت الاستثمار الأجنبي المباشر، وشراء الأسهم الأجنبية وبيعها، وعمليات التورق للديون، وودائع وقروض عابرة للحدود، وبلغت حركة رأس المال عام 2007، حوالي 11,2 تريليون دولار. وتقدر مؤسسة ماكينزي (Mckinsy)؛ بناءً على إحصاءات بنك التسويات الدولية، أن حوالي 65٪ من القروض العابرة الحدود، خلال السنوات القليلة الماضية، كانت قروضاً قصيرة الأجل؛ أي لسنة أو أقل؛ ولهذا السبب، فإنه من المعتقد بأن هذه الأموال كانت – وماتزال كذلك – مصدر اضطراب وعدم استقرار: (الأموال الساخنة)؛ لأنه يمكن تحريكها بسهولة؛ وقد كانت سبباً رئيساً لكثير من الأزمات المالية؛ ومنها الأزمة الآسيوية عام 1997، والأزمة المالية في روسيا عام 1998، وأزمة الديون في المكسيك، ثم الأرجنتين في الفترة 2001 – 2002.[12]

وتنبغي الإشارة إلى أن الأزمة المالية منذ أواخر عام 2008، قد عملت على كسر ذلك الاتجاه؛ فالقيمة الكلية للأصول المالية العالمية، انخفضت بمقدار 16 تريليون دولار عام 2008؛ أي: (من 194 إلى 178 من تريليونات الدولارات)، وشطب الانخفاض في الأسهم وقيمة العقارات ما قيمته 28,8 تريليوناً من الثروة العالمية عام 2008، ومنتصف عام 2009، وسيتطلب إحلال هذه الخسارة مزيداً من الادخار، وقليلاً من الاستهلاك؛ وهذا قد يؤثر في آفاق النمو العالمي المستقبلي، ويسهم انخفاض أسعار الأسهم في الجزء الأعظم من الانخفاض في قيمة الأصول المالية العالمية؛ حيث فقدت الأسهم العالمية حوالي نصف قيمتها عام 2008، وبما مقداره 28 تريليون دولار، وقد كان ذلك الانخفاض عالمياً، وشمل حوالي 112 دولة يتم جمع بيانات عنها، وبالرغم من أن الارتفاع الحديث: (بين كانون الأول/ ديسمبر عام 2008، وتموز/ يوليو عام 2009)، أسهم في استعادة ما قيمته 4,6 تريليونات دولار، فإن الأسهم ماتزال أقل كثيراً من قيمة الذروة التي بلغتها.[13]

وفي اتجاه معاكس للانخفاض في قيم الأسهم والعقارات، نجد أن القيمة الكلية للديون على القطاع الخاص، بما فيها سندات الشركات وسندات المؤسسات المالية والأوراق المالية المدعومة بالأصول، ارتفعت إلى حوالي 51 تريليون دولار في نهاية عام 2008، وأما الديون الحكومية فهي الأخرى قد ارتفعت عام 2008، بنسبة 9٪ إلى 31,7 تريليون دولار، ومن المتوقع أن تزداد هذه الديون في الأعوام القادمة؛ إذ إن الكثير من الدول اعتمد عليها لإطلاق الحوافز المالية؛ وبسبب الأزمة المالية العالمية الأخيرة، دخلت أسواق المال مرحلة جديدة؛ حيث تغيرت القوى التي تغذي النمو؛ فخلال السنوات الثلاثين الماضية، كان معظم الزيادة في العمق المالي (Financial Depth)؛ أي إن نسبة الأصول إلى الناتج المحلي الإجمالي؛ سببها: النمو السريع في قيمة الأسهم، وديون القطاع الخاص في الاقتصادات المتقدمة، وفي الفترة القادمة، من المتوقع أن تنمو هذه المنتجات بمعدلات أبطأ، (ربما تم ذلك بالتوازن والناتج المحلي الإجمالي)، بينما ستنمو مديونية الحكومة بمعدلات أسرع.[14]

ومن الآثار المهمة للأزمة المالية العالمية، الهبوط الكبير في تدفقات رأس المال عبر الحدود، فقد انخفضت هذه التدفقات بنسبة 82٪ عام 2008، مقارنة إلى العام الذي سبقه؛ أي من 10,5 تريليونات دولار إلى 1,9 من تريليونات الدولارات، وكانت تدفقات رأس المال عبر الحدود عام 2008 – بوصف ذلك نسبة من الناتج من الناتج المحلي الإجمالي – هي الأدنى منذ عام 1991؛ وقد أدى ذلك إلى أزمة في النظام المصرفي العالمي؛ مسبباً شحاً في السيولة، وصعوباتٍ للمقترضين الذين يعتمدون على الخارج؛ لتلبية احتياجاتهم من التمويل. وخلال هذه الفترة لم يحدث انخفاض في تدفقات رأس المال فحسب، وإنما حدث اتجاه معاكس لمعظم أنواع تدفقات رأس المال؛ حيث لجأ المستثمرون والشركات والبنوك والمؤسسات المالية إلى بيع أجزاء كبيرة من أصولها الأجنبية؛ لإرجاع أموالها إلى أوطانها الأصلية، إما بحثاً عن الأمان أو لمعالجة الخلل في أوضاعها المالية.

المشتقات المالية ودورها في الأزمة

عندما برزت المشتقات الحديثة في السبعينيات، واسمها يأتي من كونها أوراقاً مالية تشتق قيمتها من أصول مالية أخرى، كان يُنظر إليها على أنها نوع من التحديثات المالية. وحتى عندما اتسع استخدام هذه الأدوات في الثمانينيات والتسعينيات من القرن العشرين، كان التعامل بها يتم لدى المستثمرين المتخصصين والحاذقين؛ مثل: البنوك الاستثمارية وصناديق التحوط، إلاّ أن استخدام المشتقات في العقد الأول من القرن الحادي والعشرين تكاثر على نحو غير معهود، وهذا الانفجار في استخدام المشتقات يعود في مظهره إلى الرغبة في "التأمين" الذي يوفره هذا النوع من الصفقات ضد المخاطر وحالات عدم التيقن التي تسود السوق، وفي واقع الأمر، فإن الكثير من الأدوات المالية المستحدثة، تم إيجاده؛ لتجنب التشريعات والقوانين المنظمة لأسواق المال.

وبناءً على المسوح التي قام بها بنك التسويات الدولية، فإن الحجم الكلي للمشتقات المالية في الأسواق الموازية أو غير الرسمية (Over–the–Counter)، ازداد بمعدل نمو سنوي يبلغ 20٪ خلال الفترة 1998 – 2005؛ حيث شهد عام 1998، إجراء أول مسح لتقدير حجم هذه المشتقات، وقد بلغت قيمة هذه المشتقات، منتصف عام 2006، حوالي 370 تريليون دولار، وارتفعت منتصف عام 2007، إلى حوالي 517 تريليون دولار، وفي نهاية عام 2008، ارتفعت إلى 592 تريليون دولار، وتشير البيانات الأولية لعام 2009، إلى معاودتها الارتفاع ثانية، والغالبية العظمى من تلك الصفقات، هي صفقات آجلة ومقايضات (Forwards & Swaps)، وهذه كانت تشكل في نهاية عام 2008، حوالي 514 تريليون دولار، وحوالي 78 تريليون دولار صفقات خيارات (Options)، والغالبية العظمى من تلك الصفقات هي صفقات على أسعار الفائدة: (أكثر من 80٪)، وصفقات على أسعار الصرف: (حوالي 10٪)، أما ما تبقى فيمثل صفقات على الأسهم والسلع الأولية؛ مثل: النفط.[15]

والهدف الأساسي من مشتقات أسعار الفائدة، تمكين الشركات التي تعتمد على الاقتراض الكبير؛ لتمويل عملياتها ونشاطاتها من التحوط في موقفها المالي؛ لحماية نفسها من التقلبات في أسواق الفائدة في السوق الدولية، وأحد الأشكال المعهودة للمشتقات المقايضة (Swap)؛ حيث يقوم أحد الأطراف بدفع سعر فائدة ثابت، مقابل حصوله على سعر عائم، وأما السوق الأخرى المهمة وهي سوق العملات الأجنبية، وهذه السوق – بعكس ما يوحي به اسمها – فهي سوق غير مادية؛ أي: (لا توجد في أرض الواقع)، وإنما هي سوق افتراضية، تتيح للمتعاملين فيها من كل أنحاء العالم البيع والشراء، من دون حاجة بعضهم إلى مقابلة بعضهم الآخر؛ فالمتعامل الذي يشتري عملات يمكنه أن يستثمر هذه المبالغ في الأوراق المالية؛ وهذا يعني أن أسواق العملات الأجنبية لها آثار مهمة في الأسواق الأخرى. وتتفاعل السوق من خلال الصفقات والمضاربات التي تقوم بها الحكومات والبنوك المركزية والمؤسسات المالية.

وبالرغم من أنه يوجد عدد من العملات العالمية بعدد الدول المستقلة، فإن عدداً كبيراً من هذه العملات لا يتمتع بالسيولة ولا يحظى بالقبول خارج الحدود الوطنية لتلك الدولة؛ وهذا يجعل التداول في العملات يُركز في عدد قليل من عملات الدول الصناعية الكبرى أو التجمعات الإقليمية؛ مثل: اليورو، ويعد الدولار الأمريكي جزئياً العملة الأكثر تداولاً في السوق العالمية، وأكثر انتشاراً؛ بسبب أن الولايات المتحدة لديها كبرى أسواق السندات سيولة في العالم، ولأن كل السلع الدولية تسعر بالدولار.

ولقد طُورت أسواق المشتقات المالية؛ لتصبح أسواقاً بذاتها، وأصبحت المتاجرة بأسعار الفائدة أو العملات الأجنبية أو السلع؛ لا بسبب الحاجة إليها، وإنما لأغراض المضاربة وتحقيق الأرباح السريعة وتعويض الخسائر في أسواق الأصول: (العقارات والأسهم). وكما ذكرنا سابقاً، فإن من أكثر الناشطين في أسواق المشتقات، صناديق التحوط التي تقوم بعقد صفقات بيع وشراء في آنٍ واحد، وهي بذلك قد تدفع أسعار الفائدة أو الصرف الأجنبي إلى التذبذب أكثر مما تقتضيه عوامل السوق.[16]

يُظهر الجدول (4-1)، حجم التعامل في المشتقات في السوق الموازية أو غير الرسمية؛ وفق المسح الذي أجراه بنك التسويات الدولية، حتى نهاية حزيران/ يونيو عام 2009. ويظهر الجدول أن الغالبية العظمى من تلك الصفقات، كانت على أسعار الفائدة: (حوالي 73,4٪)، وقد ارتفعت حصة هذا النوع من الصفقات، مقارنة إلى السنوات منذ عام 2007؛ بسبب الأزمة المالية وشح السيولة وحاجة المؤسسات والدول إلى حماية أنفسها من تقلبات أسعار الفائدة السوقية، يلي ذلك في الأهمية، الصفقات على المشتقات لأسعار الصرف الأجنبي وهي التي كانت تاريخياً، تستحوذ على حوالي عُشر القيمة السوقية، ثم انخفضت عام 2009، إلى حوالي 7,2٪، وصفقات المقايضة على الديون المعسرة (CDSs)، ثم السلع الأولية، ثم الأسهم.

ويجدر ذكر أن التجارة في المشتقات المالية قد بدأت بالتباطؤ منذ الربع الرابع من عام 2008، بعد أزمة ليمان برذرز في أيلول/ سبتمبر من ذلك العام؛ فكل من: الصفقات في أسواق المشتقات للعملات الأجنبية ولأسعار الفائدة، سجل انخفاضاً ملحوظاً أول مرة منذ بدء إجراء المسوح عام 1998، ولم يقصر الانخفاض على هذين النوعين، بل شمل أيضاً، صفقات مقايضة الديون المعسرة (CDSs)؛ بسبب الجهود؛ لتحسين تصفية الصفقات المعوضة. وفي الربع الأول من عام 2009، كانت القيمة الاسمية للصفقات، قد تراجعت إلى 366 تريليون دولار، ثم عادت إلى الارتفاع ثانية في الربع الثاني من عام 2009، إلى 530 تريليون دولار، ومعظم هذه الزيادة كان في الصفقات التي تستهدف أسعار الفائدة في الأجل القصير.[17]

صناديق التحوط

يُمثل جانب مهم من التحديثات المالية بإنشاء مؤسسات مالية عابرة للقارات، تتداول حجماً كبيراً من السيولة، وتقوم بنقلها من دولة إلى أخرى بلمح البصر، من دون أن تكون خاضعة للتنظيمات المحلية أو رادارات المؤسسات الدولية، وهذه هي صناديق التحوط (Hedge Fund). وقد كانت هذه الصناديق المتهم الرئيس في معظم الأزمات

المالية العالمية، منذ أزمة الجنيه الإسترليني عام 1992، على الأقل. وقد لعبت دوراً مهماً وواضحاً في الأزمة المالية الآسيوية (1997 – 1998)، والأزمة المالية في روسيا (1998)، وأزمة أسهم التكنولوجيا في الولايات المتحدة (2000)، ثم في الأزمة المالية العالمية الأخيرة. ومعرفة الدور الذي قامت به هذه الصناديق وحجم تأثيرها، تتطلب إلقاء الضوء على نشأتها ونشاطها ومحاولات التنظيم والتقنين التي تم تعريضها لها.

وتعد صناديق التحوط تجمعات استثمارية متنوعة، يتم تنظيمها؛ بوصفها ملكية خاصة، وغالباً ما تكون مقار عملها مراكز الأوفشور؛ لأسباب تتعلق بالقوانين والنظم والضرائب، وتسعى صناديق التحوط لإيجاد عائد كبير، من خلال القيام بالمضاربة على تحركات الأسعار في الأسهم والعملات وأسعار الفائدة وأسعار السلع، وهي في سعيها وجهدها المحمومين لتعظيم أرباحها في الأجل القصير، تبحث عن الاختلالات الهيكلية والفجوات في أنحاء العالم كافة؛ ولذا، فهي تتحرك بسرعة، ومن دون التزامات استثمارية طويلة الأجل، وهي بذلك أيضاً؛ مثل: النسر الذي يحلق عالياً، ويبحث عن قطيع شارد أو حيوان جريح أو طائر ضعيف؛ لينقض عليه ويفترسه. ويشكل الوقت العامل الحاسم في قرارات هذه المؤسسات؛ بسبب استخدامها الديون العالية (Leverage)، وهذا الوقت يحدد حجم الأرباح والخسائر في معظم الأحيان. ومما يعبر عن فلسفة صناديق التحوط، القول المنسوب إلى أحد مؤسسيها، جورج سوروس، والذي نصه: «أنا لا ألعب المباراة من خلال اتباع قواعد معينة، وإنما أبحث عن التغيرات التي تطرأ على قواعد اللعبة».[18]

وتُدفع رسوم لمديري هذه الصناديق؛ بناءً على إنجازاتهم، ويستخدمون أنواعاً مختلفة من تقنيات الاستثمار، بما فيها عمليات البيع أو الشراء المكشوفة (Short Positions)، والتمويل من خلال الإفراط في الاقتراض (Leverage)، وتنشط هذه الصناديق بشكل أساسي في صفقات المشتقات المالية. وقد شهدت صناديق التحوط، نمواً سريعاً ضمن تطور صناعة التمويل، ولكن حقيقة أنها تعمل ضمن الملكية الخاصة لأفراد أغنياء، حررتها من قوانين الإفصاح والتزام النظم التي تنطبق على البنوك التجارية وصناديق الاستثمار

المشتركة (Mutual Funds)، أما الصناديق التي يتم تأسيسها خارج المراكز المالية العالمية الكبرى فتكون أقل عرضة للقوانين عادة؛ ولذا، فإن مكانها المفضل هو مراكز الأوفشور في الجزر والدويلات الصغيرة أو التابعة لدولة كبرى.

وتقسم صناديق التحوط إلى ثلاثة تيارات رئيسة:[19]

- صناديق الماكرو (Macro Funds)؛ وهي التي تركز في استثماراتها على تحركات المؤشرات الكلية للاقتصاد؛ مثل: أسعار العملة أو الفائدة والحساب الجاري، وهي عادة تستخدم أدوات تحليل، يطلق عليها "من القمة إلى القاعدة" (Top–down).
- الصناديق الدولية (Global Funds)؛ وهي التي تأخذ قرارات على المستوى الدولي، وتستخدم أدوات تحليل "من القاعدة إلى القمة" (Bottom–up)، وتقوم باختيار الأسهم؛ بناءً على الأداء الفردي للشركات.
- صناديق القيم النسبية (Relative Value Funds)؛ وهي التي تحصر أعمالها في تقلبات الأسعار النسبية للأصول المالية ذات الترابط؛ مثل: أوراق الخزانة والسندات الحكومية.

وفي الأدبيات الاقتصادية التي حاولت تتبع منشأ صناديق التحوط، كان هناك ميل لدى خبراء هذه الصناديق إلى ادعاء أن نشاطهم بدأ على يد الاقتصادي الإنجليزي الشهير جونماينرد كينز الذي كان يدير صناديق استثمار بالغة النجاح، ويعتمد في استراتيجيته الاستثمارية على التقلبات القصيرة الأجل في أسعار الفائدة والسلع الأولية، إلاّ أن أول صندوق تحوط فعلي أنشئ في الولايات المتحدة عام 1949، كان على يد ألفرد جونز (Alfred Jones)، وازداد عدد هذه الصناديق خلال الفترة 1966 – 1968؛ بسبب ارتفاع التعاملات في أسواق البورصة، وحصول صندوق جونز على دعاية وشهرة واسعتين. وفي مسح قامت به هيئة الأسواق المالية في الولايات المتحدة (SEC) عام 1968، تم التعرف إلى ما يقرب من 215 شركة؛ منها: حوالي 140 عرفت على أنها

صندوق تحوط؛ وبسبب عدم تطور الأدوات المالية في ذلك الوقت، وبدء هبوط أسواق البورصة منذ أواخر عام 1968، فقد قدر الهبوط في الأصول التي يديرها أكبر 28 صندوق تحوط بنسبة 70٪ خلال الفترة الممتدة من عام 1968، حتى نهاية عام 1970.[20]

الجدول (4 – 1)

صفقات المشتقات المالية في السوق الموازية (OTC)، حزيران/ يونيو 2009

النوع	الصفقات الاسمية المستحقة		القيمة السوقية الإجمالية	
	مليار دولار	٪	مليار دولار	٪
الإجمالي الكلي	529,893	100	21,825	100
صفقات العملات الأجنبية	38,179	7,2	2,081	9,5
صفقات أسعار الفائدة	388,684	73,4	14,064	64,4
صفقات الأسهم	1,709	0,32	225	1,0
صفقات السلع	1,950	0,36	0	0
مقايضات الديون المعسرة	36,046	6,8	2,987	13,7
غير محدد	63,325	12	2,467	11,3

المصدر:

BIS, "New Development in Clearing and Settlement Arrangement for OTC Derivatives," March 2007, p. 10; And *BIS Quarterly Review*, December 2009, p. A10.

لكن البدء الحقيقي لهذه الصناديق، أعقب انهيار نظام بريتون وودرز، وصعود نظام أسعار الصرف العائمة، وبذا بدأ نشاط جديد لهذه الصناديق؛ حيث شكلت التقلبات في أسعار العملات مجالاً خصباً للمضاربة والاستثمار، وحصلت هذه الصناديق على دفعة قوية جديدة، بعد تحرير أسواق المال والعولمة الاقتصادية وتطور وسائل الاتصالات. وبدأت صناديق الماكرو تغيير استراتيجياتها من النشاط في مجال الأسهم إلى العملة وأسعار الفائدة والمؤشرات العامة لأسواق البورصة. وفي عام 1986، عرفت هذه الصناديق، بعد إنشاء صندوق تايجر (Tiger Fund)، وخاصة في تعاملاته بأسعار الصرف، بعد الارتفاع الكبير للدولار منذ مطلع الثمانينيات.[21] وفي التسعينيات، استفادت صناديق التحوط من تجارة التقارب (Convergence)، وهي التبادلات التي كانت تحاول التربح من تقارب

العملات المختلفة والسندات باتجاه العملة الموحدة وسعر الصرف الموحد. ومنذ مطلع هذا القرن، أصبحت القروض العقارية – ولاسيما في أسواق الإقراض الثانوي والإقراض العالي المخاطر – المجال الرئيس لمعظم صناديق التحوط.

ولا توجد إحصاءات رسمية عن عدد هذه الصناديق أو حجم استثماراتها؛ ويعود جانب من صعوبة التقدير إلى تعريف صناديق التحوط، واحتمال أن يشمل الشركات العائلية والشركات ذات المسؤولية المحدودة، ويقدر أحد المصادر عدد هذه الصناديق في نهاية عام 1998، بحوالي 914 صندوقاً؛ منها: حوالي الربع يمثل صناديق كبرى تدير أموال صناديق أخرى، وهذه تدير أموالاً تقدر بحوالي 110 مليارات دولار؛ منها: 38 ملياراً لدى صناديق الماكرو، و27 ملياراً لدى صناديق الاستثمار الدولي.[22]

وتضع التقديرات الأكثر حداثة، عدد صناديق التحوط عند 6000 صندوق، وهي تدير ما يقرب من 600 مليار دولار، ومعظم هذا النمو في عدد هذه الصناديق وأصولها، حدث خلال السنوات العشر الماضية، وقد أسهمت عوامل عدة في هذا النمو؛ منها: الزيادة الهائلة في الثروات التي أعقبت ازدهار أسواق الأسهم: (طفرة أسهم التكنولوجيا)، وازدياد اهتمام المؤسسات الاستثمارية بأسواق صناديق التحوط، وبروز الحاجة إلى التنويع، وخاصة في فترات الانخفاض أو الجمود في أسعار الأسهم والسندات، منذ انفجار أسعار أسهم التكنولوجيا عام 2000.

والسؤال المحوري الذي يطرح، هو: ما مدى أهمية الدور الذي لعبته هذه الصناديق في إحداث الأزمات وتفاقمها في أسواق المال العالمية؟ في هذا المجال تبرز مدرستان: تحاول الأولى منهما، التقليل من دور هذه الصناديق، أو عدم المبالغة فيها، بينما تتجه الثانية لإلقاء جزء مهم من اللوم عليها.

تستند المدرسة الأولى إلى جملة من الحقائق؛ منها: أن حجم أصول هذه الصناديق وتعاملاتها، لا يشكل إلا جزءاً صغيراً من أصول المؤسسات المالية، وحجم تعاملاتها التي

تصل إلى مئات التريليونات من الدولارات.[23] وكذلك، فإنه من المعلوم أن صناديق التحوط تخضع لضوابط في الولايات المتحدة وبريطانيا؛ للتحقق من كون أحد المشاركين في السوق أو أحد الصناديق يسعيان لاستغلال السوق أو السيطرة عليها، والمستثمرون الناشطون في أسواق العملات المستقبلية، بما فيها صناديق التحوط، عليهم تقديم تقارير عن احتفاظهم بكميات كبيرة من العملات الرئيسة؛ مثل: الجنيه الإسترليني والدولار الكندي واليورو والفرنك السويسري والين الياباني، من خلال مجلس الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي. وفي الكثير من الدول، نجد أن على المؤسسات المالية، بما فيها صناديق التحوط، الإفصاح عن التعاملات الكبيرة بالعملات، وغالباً ما يكون الغرض من هذه التقارير، الحد من غسل الأموال، أو لأغراض التحكم في حركة رأس المال.

أما المدرسة الثانية فتسعى لإعطاء صناديق التحوط دوراً أكبر، وتحاول إرجاع الكثير من الأزمات المالية إلى النشاطات التي قامت بها هذه الصناديق، قبل تلك الأزمات وفي أثنائها، وهي ترد على المدرسة الأولى بأن حجم الأصول، ربما لا يكون مهماً؛ فالأهم هو الدور القائد الذي تقوم به هذه الصناديق، في إيجاد اتجاهات في السوق بالصعود أو الهبوط. ويُنظر إلى صناديق التحوط دائماً، على أنها مسؤولة عن إيجاد ما يطلق عليه سلوك القطيع (Herd Behavior)، من خلال إيجاد عمليات التدافع في أي من اتجاهي السوق، والتربح من ذلك، باستباق السوق بالقرارات. وإذا كان صحيحاً أن صناديق الاستثمار تخضع للرقابة في الأسواق المالية الكبرى، فإن معظم صناديق التحوط، يعمل في مراكز الأوفشور، وفي الدول النامية، والدول التي تنخفض فيها الرقابة أو تنعدم؛ وهذا يمنحها حرية كبرى في الحركة، وقد قامت الدراسة التي حاولت تتبع إسهام هذه الصناديق في الأزمات المالية الرئيسة في رسم صورة عن حجم الأرباح والخسائر لبعض هذه الصناديق خلال الأزمات المالية الرئيسة.[24]

إن الحادث الأشهر الذي ألقى الضوء على صناديق التحوط، وجعل العالم – أول مرة – يسمع بأحد أهم مهندسيها: جورج سوروس، هو أزمة الجنيه الإسترليني؛ فبريطانيا

التي التحقت بنظام أسعار الصرف الأوربي (ERM) عام 1990، وهو الذي كان الهدف منه تحقيق الاستقرار للدول الأوربية؛ تمهيداً لتحقيق الاتحاد النقدي والاتحاد الاقتصادي (EMU)، اضطرت إلى تبديد مئات الملايين من الجنيهات؛ للدفاع عن عملتها؛ وبعد أن بلغ سعر صرف الجنيه الإسترليني أمام المارك الألماني حدوده الدنيا، أصيبت السلطات النقدية البريطانية بالهلع، وأسرعت إلى شراء كميات كبيرة منه، وكذلك رفع سعر الفائدة إلى 15٪ خلال فترة قصيرة؛ وقد أدت هذه الإجراءات إلى زيادة الاقتناع لدى المستثمرين والمضاربين، بأن هذه السياسات لا يمكن الحفاظ عليها في الأجل الطويل؛ ولذا، ازدادت حدة مضارباتهم؛ وهذا دفع الحكومة البريطانية إلى الإعلان في 16 أيلول/ سبتمبر عام 1992، عن انسحابها من نظام أسعار الصرف الأوربي؛ وهكذا، فقد الجنيه الإسترليني 15٪ من قيمته في أسواق الصرف العالمية، وفقدت بريطانيا 3 مليارات جنيه إسترليني من احتياطياتها؛ للدفاع عن عملتها، وذهبت هذه الأموال إلى جيوب المضاربين – وعلى رأسهم – صناديق التحوط، وتقدر أرباح جورج سوروس من هذه العملية بحوالي 1 – 2 من مليارات الدولارات.[25]

وتعد الأزمة المالية الآسيوية عام 1997، مثالاً آخر على الدور الذي لعبته صناديق التحوط في تفاقم الأزمة وبلوغها النهاية المأساوية لها، وسيأتي شرح مفصل لهذه الأزمة في الفصول القادمة، إلا أنه خلال ذلك، تمكن جورج سوروس من تحقيق أرباح بنسبة 14٪، خلال شهر واحد فقط (أي في شهر تموز/ يوليو من عام 1997)، إلاّ أن الأرباح الأكبر، حققها جوليان روبرتسون، وبلغت حوالي 7 مليارات دولار في مضارباته على العملات والأسهم والسلع. وفي تموز/ يوليو عام 1997، كانت أرباح صندوق تايجر، تعد اعتيادية وثابتة، وفي نهاية ذلك العام ارتفعت قيمة الأصول للصندوق من 10 مليارات دولار إلى 17 مليار دولار.[26]

وتنبغي الإشارة إلى أن الإشارات لم تكن دائماً خضراً، أمام هذه الصناديق للعبور حيثما تريد وتحقيق الأحلام التي تطمح إليها، ولم تكن الأرباح؛ نتيجة جميع قراراتها؛ فقد

عُرضت هذه الصناديق لأوقات عصيبة وخسائر جسيمة؛ لأن نتائج المضاربة لا يمكن التنبؤ بها؛ ومن أمثلة ذلك: ما حدث عام 1994، عندما فاجأ مجلس الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي السوق، برفع الفائدة؛ للتخفيف من آثار وفرة السيولة؛ وبسبب حجم المديونيات العالية المتراكمة؛ بفعل انخفاض أسعار الفائدة في الفترة السابقة، أدت خطوة الاحتياطي الفيدرالي إلى تدافع في عمليات البيع، كما أدى ذلك، إلى إفلاس الكثير من المؤسسات المالية؛ ومنها: بعض صناديق التحوط التي خسرت أموالاً جسيمة من هذه التحركات، وقبل ذلك؛ أي: فيما أطلق عليه "الاثنين الأسود" عام 1987، انهارت أسواق الأسهم، من دون توقعات بحدوث ذلك من المستثمرين وصناديق التحوط، وخسر جورج سوروس من تلك الهزة ما يقرب من 300 مليون دولار؛ بسبب انهيار الأسهم، بالرغم من أن صندوقه، أنهى العام بارتفاع مقداره 14٪.[27]

ومن الحالات الأخرى التي واجهت فيها صناديق التحوط أوضاعاً عصيبة، الأزمة المالية في روسيا (1998)، وهي التي ألجأت الحكومة الروسية؛ بسبب انسحاب رؤوس الأموال الأجنبية، إلى الإعلان بتاريخ 17 آب/ أغسطس عام 1998، عن تخفيض العملة، وتأجيل دفع ديونها البالغة 281 مليار روبل؛ الأمر الذي أدى إلى هلع في أسواق المال؛ فقد انخفض الروبل الروسي، مقابل الدولار من 6 إلى 20 من الروبلات للدولار الواحد، ثم إلى حوالي 30 روبلاً للدولار بعد ذلك، وانخفض مؤشر أسعار البورصة الروسية من 570 نقطة إلى 36 نقطة، خلال المرحلة المؤدية إلى الأزمة، كما أفلس الكثير من المؤسسات المالية الروسية. إن هذه التطورات فاجأت الكثير من صناديق التحوط، كما كانت بداية النهاية للكثير منها؛ فخسر جورج سوروس في تلك المضاربات، ما يقرب من ملياري دولار في يوم واحد، وخسر جوليان روبرتسون هو الآخر، ما يقرب من مليار دولار في تلك الأزمة.[28]

وخلال طفرة أسعار أسهم التكنولوجيا في الولايات المتحدة في النصف الثاني من التسعينيات من القرن الماضي، واجهت صناديق التحوط معضلة كبرى؛ بسبب ارتفاع

العائد الذي تعطيه أسواق الأسهم وبعض المحافظ، وهو الذي يفوق العائد الـذي تعطيـه تلك الصناديق، وقد شاهد جوليان روبرتسون صاحب صندوق تايجر، مقدار الأصول في صندوقه، تنخفض من 25 مليار دولار إلى 6 مليارات دولار؛ وهذا دفعه إلى إغلاقـه، أمـا المشكلة الكبرى التي واجهتها هذه الصناديق فهي أنها أصبحت كبيرة جـداً، بحيـث غـدا الاستمرار في دفع عائـد مرتفـع إلى المـستثمرين، يتطلـب اتخـاذ قـرارات جريئـة، وهـذه القرارات بشأن الاستثمارات، لا يمكن اتخاذها إلاّ في الأسواق التي تتميز بـالعمق وتـوافر السيولة، أما هذه الأسواق ذاتها فلا يمكن اتخاذ قرارات مضاربة فيها؛ لتميزها بالاستقرار، إزاء ما يتعلق بالمؤشرات الكلية، وخاصة سعر العملة وأسعار الفائدة.

إن قصة صناديق التحوط ودورها في أزمة الإقراض العقاري العالي المخاطر لم يُروَيـا حتى الآن، ومثلما زاد عدد هذه الصناديق، وتراكمت أرباحها في ظل الفورة العقارية، فإن انفجار تلك الأزمة في عـامي: 2007 و2008؛ قـد أدى إلى إفـلاس عـدد كبـير مـن تلـك الصناديق، واختفاء عدد آخر منها؛ ولذا، فإن جهود إصلاح النظام المالي العـالمي، جعلـت تقنين المؤسسات المالية والاستثمارية خارج النظام المصرفي هـدفاً رئيـساً لهـا، كـما سـلطت الضوء والاهتمام على مراكز الأوفشور المالية التـي كانـت حاضـنة لتلـك الـصناديق فـترة طويلة من الزمن.

وكالات التصنيف الائتماني

لم تكن عمليات التورق (Securitization) لتزدهر، ولتُقبل المؤسسات المالية العالميـة على شراء الأوراق المالية المغلَّفـة، لـولا وجـود وكـالات التـصنيف الائـتماني (Credit Rating Agency)؛ فالمشكلة الأساسية التي تعانيها عملية التورق، هي غيـاب الـشفافية، وعدم إدراك المسؤولين والمنظمين ما تنطوي عليه هذه العمليـات، وفي عمليـات التـورق، يتم تغليف المنتجات وبيعهـا، وهنـاك الكثـير مـن المعلومـات التـي تـضيع خـلال تلـك العمليات بين الوسطاء الذين لا يترددون في القيام بأي إجراءات؛ بسبب أنهم لا يتحملون أي مخاطر، بل يحصلون على رسومهم فقط؛ وهنا يأتي دور وكالات التصنيف الائتماني التي

تقوم بتصنيف هذه الأوراق المالية والجدارة الائتمانية لها. وكلما كان التصنيف الممنوح لورقة مالية أعلى، كانت جدارتها الائتمانية مثلى، وإذا ما قامت إحدى وكالات التصنيف بتخفيض تصنيفها لسند فإن قيمته السوقية ستنخفض، والعكس صحيح، إن عمليات التصنيف هي عمليات خدمة مدفوعة الثمن؛ ولذا، كان هناك دائماً تساؤلات حول مدى استقلاليتها، وتحصل مؤسسات التصنيف الائتماني في العادة، على معلومات غير متاحة لعامة الناس، وهي تقدر مخاطر الإفلاس فقط، وتستخدم لذلك معايير متنوعة.[29]

وهناك ثلاث وظائف مهمة، تقوم بها وكالات التصنيف الائتماني؛ هي:[30]

- تساعد وكالات التصنيف الائتماني على تقليل التباين في الوصول إلى المعلومات في أسواق المال بين المستثمرين والشركات التي تسعى للحصول على تمويل خارجي؛ إذ إن التباين في الوصول إلى المعلومات قد يمنع بعض المستثمرين من توفير التمويل للشركات التي تحتاج إليه؛ بسبب تكاليف الحصول على مثل هذه المعلومات، وفي هذه الحالة تعد وكالات التصنيف الائتماني طرفاً ثالثاً، يفترض فيه الحياد والسعي لمساعدة المستثمرين الصغار الذين ليس لديهم الإمكانات؛ لإجراء التحليلات المالية وتحديد المخاطر بأنفسهم.

- يعد التصنيف آلية مفيدة في حل الإشكالات بين المستثمرين الأصليين والوسطاء؛ فبإمكان المستثمرين تحديد مقدار المخاطر التي يمكنهم قبولها أو السماح بها؛ وهذا يعطي الوكلاء والوسطاء؛ (مثل: صناديق التقاعد والتأمين على الحياة، وصناديق الاستثمار المشتركة)، نوع الأوراق المالية التي يمكنهم الاستثمار فيها.

- يمكن استخدام التصنيف في مشكلات اتخاذ القرارات والإجراءات الجماعية، بين المستثمرين في الأوراق المالية والسندات، وهم الذين لا يوجد بينهم رابط أو جامع، وربما لا يكون من الحصافة لمستثمر فرد، اتخاذ قرارات بشأن إعادة هيكلة الديون لمؤسسة له فيها استثمارات، إلاّ أن التصنيف سيعمل على إعطاء هذا المستثمر وغيره، الإشارة إلى ضرورة اتخاذ قرارات مهمة.

وقد أظهرت الأزمات الماضية الدور المهم الذي لعبته هذه الوكالات في قرارات الاستثمار للمتعاملين في السوق المالية؛ إذ يسعى مصدرو الأوراق المالية إلى تلك الوكالات، للحصول على تصنيف عالٍ؛ لتحسين فرص التسعير والتسويق لهذه الأوراق، ولطمأنة المستثمرين. ويستخدم مشترو الأوراق المالية؛ مثل: صناديق الاستثمار المشتركة، وصناديق التقاعد، وشركات التأمين، وكالات التصنيف الائتماني بكثرة؛ للتوافق ونظمها الأساسية والقواعد المنظمة لعملها، وهي التي تطلب منها تقويماً لقرارات الاستثمار التي تتخذها، كما يستخدمونها لأغراضهم الخاصة؛ لتحليل المخاطر وإدارة المخاطر، ولإجراء الصفقات التجارية.

وتشير التجارب الماضية أيضاً، إلى أن التصنيف ينحو إلى زيادة مخاطر النظام، ويكون موافقاً الدورةَ الاقتصادية (Pro–Cyclical)؛ ففي أوقات الطفرة يكون التصنيف الجيد حافزاً على زيادة الاستثمار؛ ومن ثم تعزيز دورة السوق باتجاه الصعود، والعكس يحدث في أوقات انفجار الفقاعات أو الأزمات المالية؛ إذ إن تخفيض التصنيف، يساعد على سرعة التدهور والخسارة في أداء السوق؛ وعلى سبيل المثال، نجد أنه بالرغم من أن بعض وكالات التصنيف قد عرف بعض نقاط الضعف في النظام المالي للدورة الآسيوية قبل الأزمة، فإن المحافظة على منح تلك الدول معدلات تصنيف عالية، ثم تخفيض هذا التصنيف في أثناء الأزمة؛ أديا إلى تسارع تدهور السوق، وإيجاد ما يشبه سلوك القطيع لدى المستثمرين.[31]

ويعتقد الكثير من المراقبين والمنظمين، بأن وكالات التصنيف الائتماني لعبت دوراً مهماً في الأزمة المالية الأخيرة، وقد طالبوا بتنظيم عملها؛ إما من خلال إيجاد المعايير المشتركة، أو إخضاعها لجهة رقابية، وخلال هذه الأزمة؛ أدى تخفيض التصنيف الائتماني السريع وغير المتوقع لعدد من المشاركين وللأوراق المالية في أسواق الائتمان المهيكلة (Structured Credit Markets)، إلى فقدان كبير في قيمة السوق، وجفاف سريع للسيولة؛ ونتيجة لذلك وُلدت ضغوط على متخذي القرار؛ لمحاولة تنظيم عمل هذه الوكالات، وهي التي كانت تعتمد – حتى عهد قريب – على التنظيم الذاتي. وتعد أزمات

التصنيف؛ أي تخفيض التصنيف الائتماني السريع وغير المتوقع، أمراً معهوداً، وقبل الأزمة المالية الأخيرة، كان هناك أزمة تصنيف، مرة كل ثلاث سنوات تقريباً، خلال ربع القرن الماضي، وهذه تشمل تخفيض تصنيف عدد من الدول الآسيوية، خلال أزمتها عام 1998، إضافة إلى مؤسسات كبرى؛ مثل: شركة إنرون (Enron)، وشركة الطاقة في كاليفورنيا، وشركة ورلد كوم (WorldCom)، وشركة جلوبال كروسنج (Global Crossing)، وشركة أيه تي آند تي (AT&T) في كندا. وفي الأزمة الأخيرة نجد أن تخفيض التصنيف الائتماني لعدد من المنتجات المهيكلة ولعدد من المساهمين في سوق الائتمان عام 2007، أسهم في تفاقم الأزمة، على نحو ملحوظ.[32]

إن الهجوم القوي المستمر ضد وكالات التصنيف، دفعها إلى الرد بأن ما تقوم به هو "إبداء رأي" (Opinion) فقط، من خلال محاولة تقويم الملاءة الائتمانية للمؤسسة (Credit Worthiness)، بشكل مستمر، وتقويم احتمالات تسديد الدين في الوقت المحدد. حقاً، إن التصنيف "رأي"، وهو يعد أمراً مهماً في النظام القانوني للولايات المتحدة؛ لأن هذا، يمنح وكالات التصنيف الحماية التي يوفرها التعديل الأول للدستور، ويوفر لها أيضاً، حماية من المسؤولية المدنية والمسؤولية الجنائية، وهم يحاجون بأن الغرض من التصنيف ليس تقديم توقعات دقيقة للوقت الذي يقوم فيه المقترض بدفع المستحقات التي عليه أو وقت إعساره، وإنما هو تقويم قدرته على التزام تعهداته؛ فالوكالات تنظر إلى دورة الدين وسداده، والتصنيف يُغير، عندما تحدث تغيرات مهمة في مصدر الدين، من شأنها التأثير في ملاءته الائتمانية، أو تغير الظروف المحيطة المؤثرة في القدرة على السداد.

وبعد انهيار شركة إنرون، وشركة وورلدكوم، برزت في الولايات المتحدة بعض ردود الأفعال التشريعية؛ حيث قام الكونجرس بإقرار قانون إصلاح نظام وكالات التصنيف الائتماني عام 2006، منهياً بذلك عهداً طويلاً من البيئة القائمة على التنظيم الذاتي لهذه الصناعة؛ وكان الهدف من ذلك القانون تشجيع المنافسة في هذه الصناعة وتحسين الشفافية ومعالجة تعارض المصالح التي تعانيها هذه المؤسسات؛ وبناءً على ذلك

فإن هذه الوكالات مطلوب منها في الولايات المتحدة أن تقوم بسلسلة من الإفصاحات، وتتم الرقابة عليها من هيئة السوق المالية.[33]

وعلى المستوى العالمي، أدى القلق بشأن هذه الوكالات إلى استحداث قواعد السلوك لهذه المؤسسات عام 2004؛ لتقوية التنظيم الذاتي، وتبقى الحقيقة الواقعة هي أن وكالات التصنيف الائتماني غير منظمة في معظم دول العالم، بما فيها الولايات المتحدة التي لم يكن فيها تطبيق قانون عام 2006، سريعاً بما فيه الكفاية؛ والأسباب لذلك، النفوذ القوي الذي مارسته هذه الوكالات في التأثير في رجال السياسة، وفي رجال الكونجرس في الولايات المتحدة، تحت ذريعة أن مثل تلك القوانين المقيدة، سيمنع نمو هذه الصناعة، ويعيق تطورها المالي.[34]

من الأسئلة التي تطرح في هذا الشأن، وتتطلب إجابة عملية عليها: هل يمكن إجراء إصلاحات مالية حقيقية، من دون تنظيم فعال ومؤثر في القواعد والطرائق في أداء هذه الوكالات؟ ثم ما الضمانات في عدم عودة فوضى التصنيف ثانية، إلى أسواق ستجد الانتعاش، مع عودة النشاط الاقتصادي إلى سابق عهده من الازدهار؟

الفصل الخامس

تنظيم حركة رأس المال

تعد الأزمة الاقتصادية المعاصرة أزمة مالية بكل الاستحقاقات، فقد بدأت في القطاع المالي، وكان أولى ضحاياها المؤسسات المالية، وبالرغم من انتقالها إلى القطاعات الاقتصادية الحقيقية، فإن الجانب المالي منها، مايزال يشكل جذور المعضلة ويحمل في طياته جوانب الحل.

والأزمة المالية في تجلياتها المحلية، سواء في الولايات المتحدة؛ حيث بدأت، أو في الدول الأخرى؛ حيث انتشرت، لا يمكن فهمها من دون إدراك عميق للدور الذي يقوم به رأس المال، ومحاولات التنظيم والتقنين اللذين تخضع لهما في الأسواق المحلية أو في المجال الدولي؛ فجانب مهم من الأزمة في الداخل؛ كان سببه وجود الكثير من المؤسسات المالية التي تتعامل بحجم كبير من السيولة، ولكن من دون أن تخضع للرقابة والإشراف، ومن جانب آخر، فإن انتقال الأزمة من الأسواق المحلية إلى الأسواق الدولية وإلى الاقتصادات الأخرى؛ كان سببه ضعف القيود والرقابة على حركة رأس المال بين الدول. وتحاول الجهود الحالية لمعالجة الأزمة الراهنة وضمان عدم تكرارها في المستقبل، التصدي لهاتين القضيتين؛ ولذا، فإنهما تستحقان منا الشرح والبيان.

كانت حركة رأس المال الدولية تاريخياً، تتماشى وحركة التجارة الدولية في السلع والخدمات، ثم أصبحت تفوقها قليلاً؛ لتمثل تدفق الأموال لأغراض الاستثمار الأجنبي المباشر. ومع تحرير أسواق المال العالمية وبروز العملات المعومة منذ أواخر العقد السابع ومطلع العقد الثامن من القرن العشرين، بدأت حركة رأس المال وحركة التجارة الدولية بالانفصال التدريجي، وخلال الأزمات المالية التي حدثت منذ أواسط العقد الثامن من القرن العشرين، بدأ الناس سماع مصطلح "الأموال الساخنة"، وهذه الأموال التي تجوب

العالم؛ بحثاً عن فرص للاستثمار القصير الأجل، أو - بتعبير آخر - فرص "المضاربة"، كانت مسؤولة عن عدد من الأزمات المهمة، ومنها - على سبيل المثال لا الحصر - أزمة الجنيه الإسترليني عام 1992، والأزمة المالية الآسيوية في الفترة 1997 - 1998، والأزمة المالية في روسيا عام 1998. وهذه الأموال الساخنة هي أموال تعود إلى صناديق التحوط أو صناديق الاستثمار، أو ربما إلى مؤسسات خاصة، استغلت بيئة تحرير أسواق المال ورفع القيود عن حركة رأس المال؛ لتزيد من تطوافها واقتناصها الفرص. وعند وقوع الأزمة المالية الأخيرة أطلت قضية حرية حركة رأس المال برأسها ثانية؛ بوصفها عاملاً مهماً من عوامل تفاقم الأزمة وانتشارها السريع بين بلدان العالم؛ ولذا، فإن جهود الإصلاح الحالية تحاول إعادة النظر في ذلك.

ولهذه الأسباب، فإن حركة رأس المال العالمية ستأخذ اهتمامنا الأول، ثم نتبعها بمناقشة نظم الرقابة والإشراف على المال في الأسواق الوطنية بعد ذلك.

عولمة رأس المال

ترتبط دول العالم فيما بينها، بعلاقات اقتصادية وتجارية ومالية كثيرة، وبزيادة موجات العولمة، فقد ازدادت هذه العلاقات، وتشابكت على نحو غير معهود، ويصور العلاقات الاقتصادية بين الدول حساب مالي يطلق عليه "ميزان المدفوعات" (Balance of Payment)، وهذا الميزان يسجل لأي دولة من الدول تجارتها الخارجية والاقتراض والإقراض. وهناك ثلاثة مكونات رئيسة لميزان المدفوعات، (انظر الإطار 5-1)؛ هي:

- الحساب الجاري (Current Account): وهذا الحساب يسجل المبالغ المدفوعة من الدولة، مقابل وارداتها من السلع والخدمات والمبالغ المتسلمة منها؛ ثمناً لصادراتها إلى الخارج، وصافي الدخل من الفوائد لاستثماراتها في الخارج، وصافي التحويلات الخارجية: (الفرق بين التحويلات من الدولة وإليها، بما فيها تحويلات العاملين والمساعدات الخارجية).

- حساب رأس المال (Capital Account): وهذا الحساب يسجل الاستثمار الأجنبي في دولة ما، مطروحاً منه استثمارات هذه الدولة في الخارج، ويشمل الاستثمار الأجنبي المباشر، والتغير في الملكية الأجنبية للأصول المحلية؛ (مثل: ملكية الأجانب للأسهم المحلية)، والتغير في الملكية المحلية للأصول الأجنبية: (ممتلكات الدولة أو ممتلكات مواطنيها من الأصول خارج الدولة)، واستثمارات المحافظ المالية.
- حساب التسويات الرسمي (Official Settlement Account): وهو يسجل التغيرات في الاحتياطيات المالية لدولة ما، وهو مقدار ما تحتفظ به الحكومة من العملات الأجنبية، وإذا ما ازداد الاحتياطي لدولة ما، فإن حساب التسويات الرسمي سيكون بالسالب؛ والسبب في ذلك، أن الاحتفاظ بالعملات الأجنبية يشبه الاستثمار في الخارج.

الإطار (5-1)

ميزان المدفوعات

الحساب الجاري:

الصادرات	+
الواردات	-
صافي دخل الفوائد	+
صافي التحويلات	-

حساب رأس المال:

الاستثمار الأجنبي في الدولة	+
استثمار الدولة في الخارج	-

حساب التسويات الرسمي:

الاحتياطي الرسمي للدولة	+

إن مجموع هذه الحسابات الثلاثة يساوي دائماً الصفر؛ فالمدفوعات لسد العجز في الحساب مثلاً، تتطلب إما أن يكون الاقتراض من الخارج أكبر من الإقراض، أو من خلال استخدام الاحتياطي الرسمي لتغطية العجز.

وفي الفترة التي أعقبت الحرب العالمية الثانية، أخذ تحرير التجارة أولوية على تحرير حركة رأس المال؛ للاعتقاد الشائع بأن القيود على حركة رأس المال لها آثار في الاقتصاد أقل من القيود على حركة السلع والخدمات؛ ولأغراض دعم التجارة الدولية تم تحرير الحساب الجاري بسهولة نسبية وفي فترة قصيرة بعد الحرب العالمية الثانية. وقد لعبت المنظمات الدولية، ولاسيما صندوق النقد الدولي، دوراً مهماً في هذا المجال؛ حيث أصبح تحرير الحساب الجاري للدول جزءاً من النظام الأساسي للصندوق، وأصبح مطلوباً من إدارته تقديم تقارير دورية إلى المجلس التنفيذي عن مدى التزام الدول بتحرير حسابها الجاري. وبحلول عام 1958، كان معظم الدول المتقدمة قد حقق تحرير الحساب الجاري، أما ذلك العام فقد كان أيضاً، مناسبة توقيع اتفاقية روما لإنشاء الجماعة الاقتصادية الأوربية. وسارعت الدول النامية هي الأخرى إلى تحرير الحساب الجاري لديها؛ نظراً إلى المنافع الكثيرة المترتبة على زيادة التجارة الدولية، وانفتاح الأسواق.

وبالرغم من الانفتاح والتحرير للحساب الجاري، فإن القيود على حركة رأس المال لغير أغراض التجارة استمرت في معظم الدول، ويتم – عادة – فرض قيود على تدفقات رأس المال؛ للحد من الضغوط القوية التي تولدها على أسعار الصرف؛ والهدف من التحكم في حركة رأس المال، هو عزل الاقتصاد الوطني وحمايته من الاضطرابات والصدمات الخارجية، وعلى وجه الخصوص، الحد من التقلبات الحادة في أسعار الصرف التي قد تسببها الحركة الكبيرة لرأس المال من الدولة وإليها؛ وقد استهدف فرض القيود على خروج رأس المال بشكل أساسي الصفقات القصيرة الأجل على رأس المال؛ لتقليل النشاطات المضاربية التي تستهدف أسعار الصرف عادة.[1]

لقد كانت القيود على حركة رأس المال من الأدوات المهمة التي استخدمتها الدول الصناعية في الفترة ما بعد الحرب العالمية الثانية حتى أواخر السبعينيات من القرن العشرين؛ وبسبب تباين النظم والظروف السائدة في كل دولة، فإن تلك القيود أخذت صيغاً مختلفة، إلاّ أنها بوجه عام ارتبطت بالقوانين والتشريعات الأخرى، وخاصة تلك التي تنظم عمل المصارف وأسواق المال، وغطت مجالات واسعة من حركة رأس المال؛ مثل: الاستثمار الطويل الأجل، وصفقات الأسهم الأجنبية، والتغيرات في أوضاع المصارف التجارية القصيرة الأجل؛ وقد أدت القيود على حركة رأس المال في تلك الحقبة إلى تقليص الصفقات المالية عبر الحدود، والحد من الاستثمار للمقيمين من غير المصارف التجارية، والعمل على إعاقة عولمة الشركات، كما أثرت في حركة السفر؛ بسبب محدودية العملات الأجنبية المتاحة للأفراد، وصعوبة الحصول عليها، والتصرف فيها، وارتفاع تكاليف عمليات تحويل العملات.

ولكن ينبغي الاستدراك بالقول: إن هذه القيود لم تكن عامة في جميع الدول؛ فعلى سبيل المثال اتبعت الولايات المتحدة، وهي التي وفرت العملة الاحتياطية الرئيسة في العالم، سياسات انفتاحية نسبية بشكل عام، فهي لم تقم بفرض أي قيود كبيرة على تدفق رأس المال، إلاّ في السنوات الأخيرة من حقبة بريتون وودز؛ أي قبل عام 1971، حين قامت بفرض بعض القيود على خروج رأس المال.

إن التحرك البطيء نحو تحرير حساب رأس المال لم يشمل تدفقات رأس المال القصيرة الأجل؛ إذ استمرت النظرة السلبية إلى هذا النوع من التدفق، وأصبحت القيود على هذا النوع من حركة رأس المال بشكل خاص، إحدى الخصائص التي تتميز بها الاقتصادات الأوربية أواخر الستينيات من القرن العشرين؛ حيث تم النكوص عن التوجهات التي كانت سائرة نحو تحرير أسواق المال، أما اهتزاز الثقة بنظام بريتون وودز أواخر الستينيات، وهو الذي كان قائماً على أساس أسعار الصرف الثابتة، وبشكل خاص فقدان الثقة بالدولار الأمريكي، فقد كان مثبتاً أسعار الصرف، ونتج منه تدفق رؤوس

الأموال للدول التي كان لديها معدلات تضخم منخفضة؛ مثل: ألمانيا وهولندا وسويسرا؛ فأدى هذا إلى ارتفاع أسعار عملاتها مقابل الدولار الأمريكي.

وبعد الأزمة النفطية العالمية الأولى عام 1973، عاد الدولار ليلعب ثانية، دور الملاذ الآمن، وبناءً على ذلك تم تعريض معظم عملات الدول الصناعية لضغوط تنازلية؛ وهذا دفع الدول الأوربية إلى فرض قيود على تدفقات رأس المال المتجهة للخارج. وبمرور الوقت بدأت هذه الدول بتحرير السياسات التي تسمح بدخول رأس المال بشكل أسرع من السياسات التي تسمح بخروجه، وعندما تم إنشاء النظام النقدي الأوربي (EMS)، عام 1979، كان هناك افتراض بأن تلك القيود ستستمر؛ لأنها ستساعد على امتصاص الصدمات الناجمة عن المضاربات المالية، وفي الدول الأخرى خارج هذا النظام؛ مثل: اليابان وأستراليا ونيوزيلندا، نجد أن القيود على تدفقات رأس المال القصيرة الأجل أيضاً، فرضت على مدى فترات طويلة نسبياً.[2]

وقد اتبعت اليابان سياسة نشيطة في الحد من حركة رأس المال القصير الأجل؛ حيث إن سلطاتها المالية سعت لتحقيق درجة من الاستقرار في أسعار الصرف، بعد اللجوء إلى تعويم الين الياباني في شباط/ فبراير عام 1973. وكانت تلك السياسات منسجمة ورؤية اليابان واستراتيجيتها؛ لتحسين قاعدة صناعية قوية وتنافسية وتطويرها؛ معتمدة على التصدير إلى الخارج؛ ولهذا الغرض تم الاعتماد على فرض القيود على حركة رأس المال، وكذلك التدخل النشيط في أسواق أسعار الصرف؛ لتخفيف التقلبات الحادة في تلك الأسعار. وفي الأوقات التي تتولد فيها ضغوط تصاعدية على سعر الصرف، تلجأ الحكومة إلى تشديد القيود على تدفق رأس المال إلى الداخل، وتخفيف الضغوط على حركة رأس المال إلى الخارج، والعكس صحيح في حالات وجود ضغوط تنازلية على سعر الصرف، وقد دفعت الضغوط التصاعدية على الين عام 1971، وما بعده؛ بسبب ضعف الدولار، السلطات اليابانية إلى تشديد القيود على تدفقات رأس المال إلى الداخل، وتحرير القيود على حركة رأس المال إلى الخارج، خلال الفترة 1971 – 1972، ثم تم اتباع عكس هذه السياسات، بعد أزمة النفط عام 1973، وبروز الضغوط التنازلية على الين.[3]

إن التطور الأهم في حركة رأس المال الدولي، جاء في الثمانينيات من القرن الماضي بعد لجوء الدول الصناعية الرئيسة إلى تحرير التحكم في رأس المال (Libralization of Capital Control)، مع الاتجاه المتزايد لتعويم العملات، وزيادة التوقعات بالعائدات الجمة من تدفق رأس المال وانخفاض المخاطر المرتبطة به، وخاصة بعد أن اكتسبت هذه الدول خبرات متراكمة حول التعامل والتذبذبات في أسعار صرف العملات، وأصبح تحرير رأس المال ظاهرة عامة في الدول المتقدمة، وقد تزامن والتحول نحو اقتصادات السوق، واستهداف النمو الاقتصادي غير التضخمي، من خلال تحقيق الاستقرار النقدي المعتمد على التحكم في كمية النقود.

وقد تم تأكيد السياسات الداعية إلى تحرير رأس المال، والتشجيع عليها، من خلال المنظمات الإقليمية؛ مثل: منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD)، والاتحاد الأوربي (EU)، وأصبح هذا التحرير من السياسات المثلى التي ينبغي لكل دولة عضو، أو دولة تنشد العضوية، محاولة تحقيقه، وقد وضعت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية – على سبيل المثال – إطاراً عاماً وقواعدَ وإرشاداتٍ لتحرير رأس المال، شكلت عامل ضغط على الدول الأعضاء لالتزامها، وقد بني الاتحاد النقدي الأوربي (EMU)، على قواعد تقوم على أساس تحرير حركة رأس المال، أما التطور الذي لا يقل أهمية فهو الطريقة التي تعاملت بها أسواق المال، والمؤسسات المالية وهذه السياسات، وتفاعلت وإياها؛ حيث أقدمت تلك الأسواق على استغلالها بدرجة كبيرة، من خلال إيجاد أدوات مالية جديدة، ومن خلال إيجاد روابط بين الأسواق القصيرة الأجل والطويلة الأجل، ومحاولة استغلال التفاوت الذي يبرز فيما بينهما. وخلال فترة قصيرة من الزمن، لم يعد أحد يسأل في تلك الدول عن الأسباب والوجهات لحركة رأس المال؛ لأنها أصبحت إحدى حقائق الحياة وأركان السوق، وساعد على عنفوانها التقدم التكنولوجي الهائل، وثورة الاتصالات والمواصلات، والمشتقات المالية الكثيرة التي أصبحت؛ مثل: حصان طروادة.

الدول النامية وتحرير حركة رأس المال

لا تعد الدول النامية متشابهة، من حيث الهياكل الاقتصادية أو تطور أسواق المال أو مدى الارتباط بالعالم الخارجي؛ ولذا، فقد كان لها سياسات متباينة، من حيث رفع القيود على حركة رأس المال، إلاّ أن الكثير من الدول النامية، كان معنياً في السبعينيات والثمانينيات من القرن الماضي بقضية لا تقل أهمية، وهي قضية المديونية؛ ففي تلك الحقبة، وبعد زيادة انخراط المصارف التجارية في توفير التمويل للدول النامية، من خلال الإقراض، وبروز ظاهرة المديونية في الثمانينيات، بعد تعثر بعض هذه الدول في الوفاء بتسديد مديونياته، وخاصة بعد الارتفاع الكبير في أسعار الفائدة في الولايات المتحدة وأوربا، فإن اهتمام تلك الدول (النامية)، تم تركيزه على مناقشة قضية المديونية، (ولاسيما الحكومية منها)، واحتمالات الإفلاس والإعسار، ومصادر التمويل الطارئ، التي يمكن الحصول عليها؛ لمواجهة هذه الأوضاع، أما الارتفاع الكبير في تدفق رأس المال وتدفق المحافظ الاستثمارية العالمية إلى الدول النامية في التسعينيات، وخاصة إلى دول آسيا وأمريكا اللاتينية، فقد أعاد الاهتمام ثانية بقضية تحرير رأس المال؛ ووفق تقديرات صندوق النقد الدولي، فإن صافي تدفق رأس المال الخاص خلال الفترة 1989 – 1995، كان يساوي بالمتوسط عشرة أمثال المبالغ المتدفقة خلال الفترة 1983 – 1988.[4]

وما تنبغي ملاحظته أن الارتفاع الكبير في تدفقات رأس المال العابر للحدود، وخاصة استثمارات المحافظ الدولية، ركز على أدوات الدين العام: (السندات الحكومية)، وعلى الأسهم في الدول النامية، وانخفضت الأهمية النسبية لكل من: الإقراض المصرفي الثنائي أو الإقراض المصرفي المتعدد، والاستثمار الأجنبي المباشر، كما أن جزءاً مهماً من رأس المال المقترض، كان يتجه للقطاع الخاص لا القطاع الحكومي، إلاّ أن ما لا ينبغي إغفاله أن الكثير من الدول النامية، كان يعاني ضعف الهيكل الاقتصادي وعدم تطور أسواق المال لديه، وبعضها مايزال كذلك؛ ولذا، فقد زادت احتمالات إسهام تدفقات رأس المال الأجنبي في إحداث تقلبات حادة في أسواق الأسهم والعقارات. والأخطر في

حالة الدول النامية، كان زيادة ظاهرة تدفقات رأس المال القصيرة الأجل، وهي التي كان لها تأثيرات هائلة في استقرار أسواق المال في هذه الدول، وقد شهد بعض الدول النامية، وبعد اتّباع سياسات الانفتاح الاقتصادي، ظواهر؛ مثل: الاعتماد المتزايد على الاقتراض الخارجي القصير الأجل، من المصارف المحلية والشركات، وزيادة حصص غير المقيمين من الودائع بالعملة المحلية في البنوك الوطنية، وبيع الأدوات المالية القصيرة الأجل لغير المقيمين، وانخفاض ملكية المحليين من الودائع بالعملات الأجنبية. وربما كان بعض هذه التدفقات مرتبطاً بشكل مباشر في التجارة الدولية بالسلع والخدمات، إلا أن جزءاً مهماً منها أيضاً، لم يرتبط بتلك الحركة؛ ولذا، فقد اتصف بالتذبذبات والتقلب.[5]

إن الملاحظة التي لا يمكن إغفالها، هي أن زيادة تحرير رأس المال قد صاحبها زيادة في الأزمات المالية وأزمات أسعار الصرف، منذ أواخر الثمانينيات حتى التسعينيات من القرن الماضي، وهناك اقتناع متزايد أن الدول النامية التي تميزت بانفتاح أكبر على رأس المال الأجنبي، كانت أكثر عرضة للأزمات المالية؛ وقد ولد هذا نقاشاً واسعاً وحواراً حيوياً في أدبيات التنمية، يدافع فيهما بعض الناس عن الانفتاح، والعولمة، والتحرير غير المشروط، أو التحرير غير المقيد لأسواق المال، بينما يتساءل آخرون عن القيمة الحقيقية لذلك، وجدوى مثل هذا التحرير، وخاصة لرأس المال القصير الأجل، والتكاليف والفوائد الفعلية من مثل هذه السياسة.[6]

تحرير رأس المال والأزمات المالية

ضمن الأدبيات الاقتصادية الحديثة، هناك مدرستان متعارضتان حول قضية تحرير رأس المال، سواء كان منه القصير الأجل أو الطويل الأجل: الأولى، يمثلها لاري سمرز (Larry Summers)، وزير المالية الأمريكي الأسبق والرئيس السابق لجامعة هارفرد والمستشار الاقتصادي للرئيس باراك أوباما، وستانلي فيشر (Stanley Fisher)، أستاذ الاقتصاد في معهد ماساتشوسيتس للتكنولوجيا سابقاً والنائب الأول للمدير العام

لصندوق النقد الدولي سابقاً. وهذه المدرسة تنظر إلى تحرير رأس المال على أنه ضروري للدول المنخفضة والدول المتوسطة، من حيث الدخل؛ لكي ترتقي بنفسها وباقتصادها، وعلى أنه كان عامل استقرار وتقدم للدول الصناعية. وتذهب هذه المدرسة إلى إبراز الفوائد من تحرير حركة رأس المال، وهي التي تمثل بزيادة كفاءة رأس المال، وتوفير أسواق مال أكثر عمقاً، وزيادة الوساطة المالية، وزيادة الادخار والاستثمار المحلي. إن مثل هذه الحجج، وتلك الفوائد المحتملة هو الذي دفع دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية وصندوق النقد الدولي إلى أن تعد خطوات تحرير حساب رأس المال على أنها من الأهداف المهمة للسياسة الاقتصادية.

أما المدرسة الثانية؛ فمن أبرز أعلامها: جوزيف ستيجلتز (Joseph Stiglitz)، أستاذ الاقتصاد في جامعة كولومبيا، وهو الحائز على جائز نوبل للاقتصاد والنائب الأول لرئيس البنك الدولي سابقاً، وجاديش باجواتي (Jagdish Bhagwati)، المفكر الاقتصادي الهندي الشهير، وأحد أهم الكتّاب حول العولمة الحديثة ومفاوضات تحرير التجارة العالمية، وداني رودريك (Dani Rodrik)، أستاذ الاقتصاد في جامعة هارفرد. وهذه المدرسة تشكك في فوائد تحرير حساب رأس المال، وتنظر إلى سياسات التحرير على أنها تعمل على زيادة تدفق رأس المال غير المنضبط وكذلك التدفق المضارب؛ وهذا لا يساعد الدول النامية على الاستفادة منه، بل يعمل على إعاقة الاستقرار المالي العالمي؛ ولذا، فإن هذه المدرسة تدعو إلى التحكم في رأس المال وفرض قيود أو ضرائب على التجارة في الأصول المالية الدولية؛ مثل: الضريبة المقترحة من جيمس توبن (Topin's tax).[7]

ولمّا لم تكن الحجج المنطقية كافية لتأكيد وجهة نظر أي من الطرفين، فقد تبع هذا الاختلاف الفكري، محاولات منهجية قام بها بعض الاقتصاديين لدراسة الفوائد والسلبيات من تحرير رأس المال، من خلال اتباع المنهج التطبيقي والدراسة الاحصائية، وإحدى تلك الدراسات قام بها باري أيكنجرين (Barry Eichengreen)، أستاذ الاقتصاد في جامعة بيركلي عام 2001، حول تحرير حساب رأس المال، وقد خلصت إلى أنه

لا توجد أدلة تطبيقية تدعم النظرية التقليدية التي تقول: إن تحرير رأس المال له أثـر إيجـابي في النمو الاقتصادي.[8] وثمة نتيجة مشابهة توصلت إليها دراسة مسحية قام بها أربعـة مـن الاقتصاديين في صندوق النقد الدولي؛ حيث تشير هذه الدراسة إلى أن الحجـم الأكـبر مـن الأدبيات الاقتصادية، يعطي القليل من الإثبات حول العلاقة بين التحرير المالي والنمو.[9]

وبغض النظر عن الخلاف بين هاتين المدرستين الفكـريتين، فـإن ممـا لا شـك فيـه أن هناك عدداً من الملاحظات أو – إذا جاز التعبير – الحقائق التي لا يمكن الاختلاف حولها: الأولى، هي أن معظم الدراسات التي تركز على فوائد تحرير رأس المال؛ أي: (فتح الحـدود أمام حركة رأس المال من دون أي قيود)، يركز على الفوائد من حركة رأس المـال الطويلـة الأجل؛ مثل: الاستثمار الأجنبي المبـاشر، وتنـسى الآثـار المـدمرة التـي يمكـن أن تحـدثها تحركات رأس المال في الأجل القصير، وخاصة تلك التي تكون مدفوعة بعوامل المـضاربة والسعي وراء الربح السريع.

وتشير تجارب الكثير من الدول إلى أن الزيادة الكبيرة في تدفقات رأس المـال الخـاص تولد مشكلات اقتصادية على المستوى الكلي، ولاسيما من خلال تأثيرها في أسعار الصرف وفي الكمية المعروضة من النقود، واحتمال مغادرة رأس المال هذا، في أي لحظة مخلِّفاً دمـاراً هائلاً في القطاع المصرفي. وتشير التجارب الحديثة إلى أن محاولات البنك المركزي المحافظة على استقرار سعر الصرف قد يتم دحرها وإفشالها، من خـلال تـدفق رأس المـال الخـاص الذي من شأنه توسيع القاعدة النقدية؛ وهذا قد يجـبر المـصرف المركـزي عـلى اللجـوء إلى زيادة احتياطياته من العملات الأجنبية؛ لمنع سخونة الاقتـصاد وارتفـاع القيمـة الحقيقيـة لسعر الصرف. وقد يتجه المصرف المركزي لتعقيم (Sterilization)، رأس المال الأجنبـي، من خلال عمليـات الـسوق المفتوحـة لـلأوراق الماليـة الحكوميـة، أو مـن خـلال أدوات السياسة النقدية الأخرى؛ مثل: إصـدار الأوراق الماليـة الخاصـة بـه، أو زيـادة متطلبـات الاحتياطي، أو من خلال نقل الودائع الحكومية من المصارف التجارية إلى البنك المركزي.

إن تشديد السياسة النقدية المحلية في مواجهة تدفقات رأس المال الأجنبي القصيرة الأجل، قد يترتب عليه خسائر شبه مالية كبيرة للبنك المركزي؛ حيث إن عليه دفع أسعار فائدة أعلى، مقابل الخصوم المحلية (Liabilities)، مقارنة إلى ما يحصل عليه من الاحتياطيات من العملات الأجنبية. وهذه السياسة؛ أي رفع سعر الفائدة لتعقيم تدفقات رأس المال الأجنبي، قد ينتج منها مزيد من تدفق رأس المال الأجنبي، وقد أشارت تجارب دول أخرى إلى أن لجوء البنك المركزي إلى زيادة احتياطيات المصارف، يعمل على إعادة توجيه تدفقات رأس المال الأجنبي من الإقراض للقطاع المحلي لقنوات أخرى؛ مثل: الاستثمار في الأصول؛ أي في أسواق العقارات وأسواق الأسهم؛ وهذا يسهم في توليد مشكلات لا تقل أهمية، وتمثل بالفقاعات المالية.[10]

الملاحظة الثانية، هي أنه في الكثير من الأحيان يصعب التمييز بين صفقات الحساب الجاري وصفقات حساب رأس المال، وتدفقات رأس المال القصيرة الأجل وتلك الطويلة الأجل؛ وبسبب أن رأس المال يتميز بإمكانية الإحلال المتبادل (Fungibility)، فإنه يصعب تحديد رأس المال الطويل الأجل، وذلك القصير الأجل، بل إن الالتزامات الخارجية الطويلة الأجل قد تصبح سائلة وقصيرة الأجل في السوق الثانوية، أما الاستثمار الأجنبي المباشر، وهو الذي ينظر إليه عادة بأنه أكثر استقراراً؛ ويستهدف الاستثمار البعيد الأجل، فقد يُعرض لعوامل وقرارات قصيرة الأجل، وهذا الاستثمار يتم من خلال الشركات الدولية المتعددة الجنسيات التي تقوم بإدارة صناديق استثماراتها وسيولتها على مستوى دولي؛ ولذا، فإن بعض قراراتها قد يكون للمدى القصير، فضلاً عن أن هذه الشركات تقترض من السوق المحلية، سواء من المؤسسات المالية المحلية أو المؤسسات المالية الدولية العاملة محلياً؛ ولذا، فإن بعض الاستثمار الأجنبي المباشر قد يكون ذا طبيعة متقلبة.[11]

والملاحظة الثالثة، أنه وفق المادة الثامنة من اتفاقية إنشاء صندوق النقد الدولي فإن الدول الأعضاء في الصندوق، يطلب إليها تسهيل تحويل العملة المحلية إلى عملة

أجنبية لأغراض تبادل السلع والخدمات؛ أي تحقيق قابلية تحويل الحساب الجاري (Current Account Convertibility)، إلاّ أنه لم تقم حتى الآن جميع الدول بذلك؛ ومن بين الدول المتوسطة الدخل التي يزيد عدد سكانها على مليون نسمة (عددها 125 دولة)، فإن 51 دولة فقط، قد قبلت تلك الالتزامات حتى عام 1995. وسمحت المادة السادسة من اتفاقية الصندوق للدول الأعضاء التحكم في حساب رأس المال، وحوالي ثلاثة أرباع الدول الأعضاء تمارس نوعاً أو أكثر من أنواع التحكم في رأس المال، ومن الصعوبات المهمة التي تواجه تطبيق مواد تلك الاتفاقية: صعوبة التمييز بين التدفقات المالية في حساب رأس المال وتلك التي للحساب الجاري؛ ومادام ثمة انفتاح وتحويل في الحساب الجاري، فإنه من الصعوبة ممارسة تحكم كامل وفعال على حساب رأس المال، ويكون مستوى هذه الصعوبات أكبر في الدول التي لا يوجد لديها نظم مالية متطورة أو إدارة متقدمة لأسواق المال.[12]

وقد لجأت دول عدة إلى استخدام التحكم في حركة رأس المال، حين شعرت بخطر التدفقات القصيرة الأجل على سلامة نظامها المالي؛ ومن هذه الدول: البرازيل (1993 – 1997)، وتشيلي (1991 – 1998)، وكولومبيا (1993 – 1998)، وماليزيا (1994)، وتايلند (1995 – 1997)؛ ففي هذه الدول الخمس، تم فرض التحكم في رأس المال؛ للحد من التدفقات القصيرة الأجل؛ استجابةً للقلق بشأن الآثار الاقتصادية المترتبة على زيادة حجم تدفق رأس المال وتذبذباته من الخارج. وكانت تدفقات رأس المال الطويلة الأجل مرتبطة بالتغيرات الهيكلية في الاقتصاد؛ مثل: الإصلاحات الاقتصادية؛ (كالذي حدث في تشيلي وماليزيا وكولومبيا)، أو تحرير التبادلات التجارية الخارجية؛ (مثلما حدث في البرازيل وكولومبيا وتايلند)، أما التقلبات القصيرة الأجل فهي غالباً ما تكون متصلة بفروقات أسعار الفائدة، في ظل نظم أسعار الصرف الثابتة وغير المرنة، أو تلك التي يتم التحكم فيها بدرجة كبيرة. وتعقّد التدفقات المالية الكبيرة والقصيرة الأجل تطبيق السياسة النقدية في بعض الأحيان؛ بسبب افتقار الكثير من الدول إلى أدوات السياسة النقدية.[13]

وتستحق التجربة الماليزية، على وجه الخصوص، تسليط بعض الضوء عليها؛ فمن المعلوم أن ماليزيا لديها اقتصاد منفتح، واستراتيجية التنمية الاقتصادية فيها اعتمدت – ضمن أمور أخرى – على فتح الأبواب أمام الاستثمار الأجنبي وتحرير حركة رأس المال. وبعد قيام صندوق النقد الدولي بمراجعة دورية للقيود على أسعار الصرف في الفترة 1986 – 1987، والفترة 1994 – 1996، توصل إلى خلاصة، هي أن حساب رأس المال يتصف عموماً بالانفتاح، وأن تدفقات المحافظ الاستثمارية إلى الداخل، وكذلك تدفقات الأموال إلى الخارج كانت حرة ماعدا تلك الأموال العائدة إلى الشركات المحلية التي تقترض من السوق المحلية.

وكانت التعاملات عبر الحدود بالعملة المحلية: (الرينجيت) حرة، بما فيها استخدام الرينجيت في الصفقات التجارية والتعاملات المالية، بالنسبة إلى غير المقيمين ومراكز الأوفشور؛ وبسبب الأزمة المالية الآسيوية التي ضربت الدول المجاورة لماليزيا، فقد تم تعريض الرينجيت لضغوط هائلة عام 1997، شأنه في ذلك، شأن العملات الأخرى لدول تلك المنطقة، كما أبرزت الأزمة مقدار الضعف في النظام المصرفي في المنطقة الآسيوية؛ فقامت مراكز الأوفشور – في رد فعل للأزمة – باتخاذ مراكز مكشوفة (Short Position)، على الرينجيت؛ لتوقعاتهم بانخفاض سعر صرف العملة في المستقبل القريب؛ ونتيجة لذلك، فإن سعر الرينجيت في مراكز الأوفشور ارتفع، مقارنة إلى سعره المحلي؛ وهذا ولد حركة هجرة للعملة باتجاه تلك المراكز. وقد قامت الحكومة بكسر العلاقة بين أسعار الأوفشور والسوق المحلية، من خلال فرض قيود على الرينجيت في الصفقات التي لا تتصل بالتجارة، بدءاً من آب/ أغسطس عام 1997، إلاّ أن التدفقات استمرت عبر قنوات أخرى؛ للاستفادة من الفروقات في أسعار الفائدة التي أوجدها وضع القيود على صفقات المقايضة؛ وقد أدى استمرار هذه العملية إلى ارتفاع سعر الفائدة في السوق المحلية؛ وهذا فاقم الركود الاقتصادي والانكماش في النشاطات، واضطرت الحكومة الماليزية، بعد جهود مضنية إلى التحكم في الوضع، وبعد تكبدها خسائر طائلة من احتياطياتها من العملات الأجنبية؛ للدفاع عن عملتها الوطنية، ففرضت قيوداً إدارية على حركة رأس المال في أيلول/ سبتمبر

عام 1998، وعلى أسعار الصرف؛ من أجل تخفيف حدة المضاربة على العملة؛ وهدفت هذه الإجراءات إلى عدم التأثير في تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر، وكذلك تعاملات الحساب الجاري التي تشمل التجارة، إلاّ أنها أغلقت جميع قنوات نقل العملة المحلية إلى الخارج، وطالبت المؤسسات المالية بإرجاع العملة المحلية إلى ماليزيا، كما اتخذت خطوات عدة أخرى؛ للحد من الأعمال المضاربية على العملة؛ منها: منع إعادة توطين رأس المال المهاجر بالرينجيت للمحافظ الاستثمارية المملوكة لغير المقيمين قبل مرور اثني عشر شهراً، كما فرضت قيوداً على تحويلات رأس المال من المقيمين.[14]

فاجأت ماليزيا بقراراتها تلك، المجتمع الدولي والمضاربين وبيوت الاستثمار العالمية، وسجلت سابقة في حفاظها على القرار المستقل، بعيداً عن الخضوع لضغوط الدول الكبرى، وماتزال تجربة ماليزيا والسياسات التي اتخذتها محل دراسة ونقاش وجدال في المنتديات الاقتصادية العالمية والأدبيات الاقتصادية، وفي أروقة المنظمات الدولية. حقاً، لقد كانت ماليزيا هي الدولة الوحيدة من بين الدول الآسيوية الكبرى التي أصابتها الأزمة المالية عام 1997، (مقارنة إلى كوريا الجنوبية وتايلند والفلبين وإندونيسيا)، وهي التي لم تلجأ إلى الاقتراض من صندوق النقد الدولي، وحقاً، كانت الدولة التي خرجت من الأزمة، مع أقل الآثار السلبية مقارنة إلى الدول الأخرى، يسجل لصالحها، ومايزال يستخدم للدلالة على حصافة سياساتها أولاً، وعلى ضرورة لجوء الدول إلى اتخاذ الخطوات الأساسية؛ للحد من الآثار المدمرة التي يمكن أن تحدثها تدفقات رأس المال القصيرة الأجل ثانياً.

المؤسسات المالية: بين الرقابة وعدمها

لم يكن لرأس المال أن ينقل آثاره المدمرة من دولة إلى أخرى؛ لولا وجود قنوات رسمية وغير رسمية ينتقل من خلالها، سواء لأغراض التجارة أو الاستثمار أو المضاربة. ومثلما أن تقنين حركة رأس المال كان - ومايزال - قضية تثير الجدل في الأوساط المالية

الدولية، فإن القنوات التي يستخدمها رأس المال للانتقال، اجتذبت جانباً من الاهتمام منذ فترة ليست بالقصيرة، واحتلت المصارف التجارية على وجه الخصوص جانباً كبيراً من هذا الاهتمام.

وفي عالم اليوم الذي تتكامل فيه أسواق المال، تقوم البنوك بالاستثمار في أسواق المال الدولية، وتقوم بعمليات تقبل الودائع من المؤسسات الأجنبية والحكومات والشركات والأفراد وإقراضها، كما أنها تستثمر في الكثير من الأدوات المالية الحديثة؛ ولهذه العوامل فإن البنوك تعد قنوات مهمة لنقل رأس المال، ومعه تنقل الصدمات والأزمات المالية بين الدول. وهناك على الأقل آليتان تنتقل فيهما الأزمات المالية من خلال البنوك: الأولى، تأتي من وظيفة الإقراض التي تقوم بها المصارف، فإذا ما قام البنك بإقراض مؤسسات في دولة حدثت بها أزمة مالية، فإن هذا ينتج زيادة القروض المتعثرة أو المشكوك في تحصيلها؛ وهذا يفاقم وضع أصول البنوك التي هي عرضة للمخاطر؛ ولمواجهة متطلبات كفاية رأس المال فإن البنك قد يلجأ إلى سحب بعض رأس المال من فروعه في البلدان الأخرى؛ وهذا سيتولد منه شح في السيولة في تلك الدولة. يضاف إلى ذلك، أنه حالَ الاقتراض المدعوم بالرهون (Collateral's)، فإن قيمة هذه الرهون عادة ما تتجه للانخفاض أوقات الأزمات؛ وهذا يزيد المخاطر التي يُعرَّض لها البنك حالَ إعسار زبائنه واللجوء إلى تسييل جانب من هذه الضمانات، سواء كانت أسهماً أو عقاراتٍ.

أما الآلية الثانية فتتصل بوظيفة البنك في تحويل مواعيد استحقاق الديون (Maturities)؛ إذ إنه يقوم بتحويل أدوات الدين التي لها تاريخ استحقاق قصير الأجل والتي تعرض لمودعيه، إلى أدوات مالية ذات مواعيد استحقاق بعيدة الأجل، وتحظى بالجاذبية من المؤسسات المالية. وخدمات التحويل هذه، قد تجعل البنوك عرضة للذعر المصرفي (Bank Runs)، إذا ما عُرضت لأي أزمة، وهي التي يمكن أن تنتقل إلى جميع النظام المصرفي ثم النظام الاقتصادي، وقد يكون لها أصداء عالمية إذا ما كان لهذه البنوك ارتباطات دولية.

إن دور البنوك في انتقال رأس المال الدولي ازداد وتم تعزيزه، مع انتشار ظاهرة عمل البنوك الأجنبية في الأسواق الوطنية، وخاصة منذ مطلع التسعينيات من القرن الماضي؛ فقد ازدادت عمليات البنوك الأجنبية في الأسواق الناشئة - على نحو ملحوظ - في النصف الثاني من التسعينيات؛ فعلى سبيل المثال ازدادت في شرق أوربا حصة الأصول المصرفية التي تقع تحت الملكية الأجنبية من 25٪ عام 1995، إلى 30٪ عام 2000، أما في دول أمريكا اللاتينية، وهي التي شهدت عملياتٍ متلاحقة من الاستحواذ والاندماج، فأصبحت نسبة تملك الأجانب للأصول المصرفية فيها حوالي 40٪، وقد لعبت الملكية الأجنبية في دول شرق آسيا دوراً أقل، وبعد الأزمة المالية التي ضربت تلك الدول ارتفعت تلك الملكية من 5٪ عام 1995، إلى 6٪ عام 2000، بالرغم من إقدام كل من: كوريا الجنوبية، وإندونيسيا، وتايلند، على رفع سقف ملكية الأجانب في المصارف إلى 100٪، وفي الفلبين إلى 60٪. وفي الاقتصادات المتقدمة، ازدادت الملكية الأجنبية للمصارف هي الأخرى؛ ففي الولايات المتحدة - على سبيل المثال - ازدادت ملكية الأجانب من 8٪ عام 1995، إلى 22٪ عام 2000، بشكل أساسي؛ بسبب توسع البنوك الأوربية، وفي الدول المنخفضة الدخل ازداد عدد البنوك من 42 بنكاً عام 1995، إلى 144 بنكاً عام 2000، تمثل المصارف الأجنبية منها 18٪ عام 2002، بعد أن لم تكن تتعدى 5٪ عام 1995. [15]

وقد يأخذ الوجود الأجنبي في القطاع المصرفي في الدول الأخرى صيغاً وأشكالاً عدة؛ فيكون على شكل مكاتب تمثيل لا تمارس نشاطات مصرفية فعلية، وخاصة على مستوى خدمات التجزئة، وقد تكون على شكل فتح فروع رسمية أو مؤسسات تابعة (Subsidiaries). وقد يتنوع نشاط هذه المصارف الأجنبية ما بين التملك الكامل، وشراء أنواع معينة من النشاطات، والمشروعات المشتركة، والتحالف والمصارف المحلية، وتعهيد بعض النشاطات الخدمية أو الإدارية إلى مؤسسات أخرى. والتحدي الرئيس الذي أوجده وجود المصارف الأجنبية، هو ضمان عدم هروب أي نشاط من نشاطات تلك البنوك من الإشراف والرقابة، أما حادثة إغلاق بنك الاعتماد والتجارة الدولي الشهير (BCCI)، عام 1991، والنتائج التي خلفها، وعمليات تصفية أملاك البنك وحساباته التي استمرت

(وماتزال) أكثر من 18 سنة، لهي دليل على الخطورة التي يمكن أن يشكلها مثل هذه المؤسسات المالية الدولية.[16]

والدور المهم الخطير الذي تقوم به البنوك والمؤسسات المالية الأخرى تطلب إخضاعها للتنظيم والرقابة الحكوميين، إلاّ أن الهيئات والمناهج في الإشراف على القطاع المالي عموماً، كانت – وماتزال – تنظم بطرائق مختلفة بين دول العالم. وهذه تتراوح بين وجود هيئات متخصصة ومستقلة لكل فرع من فروع القطاع المالي، ووجود هيئة موحدة (Consolidated)، مسؤولة عن الإشراف على جميع نشاطات القطاع المالي، بما فيها البنوك وشركات التأمين والمؤسسات المالية الأخرى، ويخضع المشرفون على القطاع المالي في بعض الدول لوزارة المالية، بينما يكونون في دول أخرى جزءاً من دائرة في البنك المركزي. وقبل حدوث الأزمة المالية الأخيرة بقليل، قام معهد الاستقرار المالي (Financial Stability Institute) عام 2006، بإجراء مسح لـ 125 دولة؛ لدراسة النظم الحالية للرقابة على القطاع المالي وتطورها. ويشير المسح إلى أن نصف تلك الدول المشمولة بالدراسة، قد شهد تغيراتٍ في هيكل السلطة الرقابية على البنوك أو درجة التكامل بين وظائف الرقابة على الفروع المختلفة المكونة للقطاع المالي المحلي؛ ووفقاً للمسح، فإن البنوك المركزية ماتزال مسؤولة عن الرقابة على البنوك في الغالبية العظمى من الدول: (83 دولة من مجموع 125 دولة). وخلال السنوات العشرين الماضية كان هناك انخفاض كبير في عدد السلطات المصرفية التي تعمل ضمن وزارة المالية، وزيادة في عدد السلطات المصرفية التي تنتمي إلى وكالة إشرافية مستقلة.[17]

وفي السياق نفسه، قام صندوق النقد الدولي، خلال الفترة من شباط/ فبراير إلى نيسان/ إبريل عام 2007، بإجراء دراسة مسحية للهيئات الرقابية على القطاع المالي، شملت 140 هيئة تنظيمية ورقابية من 103 دول في العالم، تشكل 56٪ من جملة عضوية الصندوق، وتسهم بحوالي 91٪ من الناتج المحلي الإجمالي العالمي، بقيم عام 2006. وأشارت 60٪ من الهيئات المشاركة في المسح إلى أنها تقوم بالإشراف على البنوك، إما بشكل وحيد أو من

خلال مؤسسات موحدة أو متكاملة. و60٪ من هذه الهيئات هي هيئات وَحْدية (Unitary)؛ أي هيئات متفرغة لوظيفة وحيدة في الإشراف على قسم واحد من أقسام القطاع المالي: (البنوك مثلاً)، ولا تشترك مع أي وكالة أخرى.[18]

وقد فرضت عولمة رأس المال تحديات جديدة، إزاء ما يتعلق بنظم الرقابة والإشراف على المؤسسات المالية؛ ومنها: المصارف التجارية؛ ومن هذه التحديات: أن الكثير من التشريعات والقوانين المتعلقة بتنظيم القطاع المالي قديمة نوعاً ما، ولم تواكب التطورات السريعة جداً في هذا القطاع؛ فالكثير من البنوك وشركات التأمين والمؤسسات المالية أصبح يعرض منتجات متشابهة ويقوم بوظائف غير متباينة بدرجة كبيرة، والكثير منها قد يكون مملوكاً من شركات أو من مستثمرين كبار. وبينما ظلت البنوك التجارية تخضع للرقابة والتفتيش، فإن المؤسسات المالية الأخرى، وهي التي لا تقل عنها أهمية، من حيث حجم الأصول أو الوظائف في مجالات الإقراض، فقد ظلت بعيدة عن أعين الرقابة. وفي الولايات المتحدة - على سبيل المثال - نجد أن الأصول الكلية لما يطلق عليه بنوك الظل (Shadow Banks)، وهي المؤسسات المالية التي تقوم بنشاطات تشابه نشاطات البنوك من دون خضوعها للرقابة، تساوي حوالي 10 تريليونات دولار أواخر عام 2007، وهي تقريباً مساوية قيمةَ الأصول في البنوك التجارية التي تخضع للرقابة والتدقيق.[19]

ومن هذه التحديات أيضاً، أن البنوك التجارية في بعض الدول ليست هيئات مالية مستقلة أو منفصلة، بل هي جزء من شركات قابضة (Holding Companies)، وبإمكان هذه الشركات القابضة أن تقوم بتحويل رأس المال أو الأصول أو الالتزامات المالية بين وحداتها المختلفة، بما فيها الشركات التابعة لها في الخارج (Subsidiaries). وإذا لم يتم التعامل وهذه التعاملات على أساس موحد، فإن ذلك قد يشكل خطراً جسيماً على البنك، في إطار كفاية رأس المال والسيولة، وهذا ينطبق أيضاً، على المؤسسات المالية المعقدة التي تعمل في دول مختلفة؛ وهذا يولد مشكلة المعلومات والبيانات المفصح عنها للدولة الأم والدولة المضيفة، ومنها أيضاً، الوجود الأجنبي في القطاع المالي، وهو الذي سبقت الإشارة إليه، والتحديات التي يفرضها هذا الوجود على الرقابة والإشراف.

ومن التحديات كذلك، بروز المؤسسات المالية الكبيرة التي عادة ما يكون لقراراتها أو تعثرها آثار مهمة في النظام المالي؛ وقصة سقوط ليهان برذرز منتصف أيلول/ سبتمبر من عام 2008، ماتزال ماثلة للعيان، وتذكّر بخطورة مثل هذه المؤسسات وخطورة تأخر اتخاذ القرارات بشأنها؛ فرفض الحكومة الأمريكية إنقاذ مؤسسة ليهان برذرز والدمار الذي شهدته أسواق المال بعد ذلك، دفعا تلك الحكومة والحكومات في كل أرجاء العالم إلى وضع الخطط والصفقات لإنقاذ المؤسسات المالية المتعثرة؛ فأثار هذا جدلاً وخلافاً واسعين حول ظاهرة "المؤسسات التي لا يسمح لها؛ بسبب حجمها أن تخفق" (To Big To Fail, TBTF). وقد تم توسيع هذا المصطلح بعد ذلك؛ ليشمل المؤسسات غير الكبيرة، ولكن ذات الارتباط القوي بالمؤسسات المالية الأخرى، وهي التي من شأن سقوطها بث الفوضى في المؤسسات المرتبطة بها.

ومن الجدير أن نذكر أن هذه ليست المرة الأولى التي تثار فيها قضية المؤسسات الكبيرة، أو ذات الارتباط، والتي لا يسمح لها بالإخفاق؛ ففي عام 1984، أثارت صفقة إنقاذ مؤسسة إيلينويز كونتيننتال (Illinois Continental)، مشاعر الغضب ذاتها؛ فهذه المؤسسة المالية كانت تحتل المرتبة السابعة بين بنوك الولايات المتحدة، إلا أنها كانت تتميز باحتفاظها بودائع كبيرة للمئات من البنوك الأمريكية الصغيرة، وعندما واجهت هذه المؤسسة الإعسار، شعرت الهيئات الرقابية والتنظيمية المالية أن إخفاق تلك المؤسسة قد ينتقل إلى المئات من البنوك الصغيرة؛ ولذا، قررت الحكومة الفيدرالية الأمريكية إطلاق صفقة لإنقاذها.[20]

الرقابة على المؤسسات المالية: بين التشديد والتحرير

أحيت الأزمة المالية العالمية الأخيرة النقاش والحوار ثانية حول دور كل من: الحكومة، والسوق في تنظيم أسواق المال، وحول: هل يجب على الحكومة أن تدع المستثمرين والمؤسسات المالية وشأنها في اتخاذ القرارات الخاصة بالبيع والشراء وإيجاد الأدوات المالية المناسبة للتحرز ضد المخاطر، أو أنه يجب عليها التدخل لحماية الأفراد

والمؤسسات والسوق أيضاً، من الجشع الإنساني الذي يقف وراء معظم الأزمات المالية. لقد "تمترس" حول هذا الحوار فريقان يحاول الأول منهما جذب التشريعات والنظم الرقابية، نحو إعطاء دور أكبر للسوق والتنظيم الذاتي للصناعة، وهو اتجاه يتماشى والفكر الليبرالي، أما الفريق الثاني فيحاول جذب تلك التشريعات والنظم، نحو مزيد من التقنين والتشدد وإعطاء مهمات كبرى للحكومة والهيئات الإشرافية والرقابية التابعة لها؛ وكأي قضية خلافية، شهد المعسكران بروز آراء متطرفة ضمن الفريقين: الأول منهما يدعو إلى حرية تامة للسوق من دون تدخل الحكومة، بينما يدعو الثاني إلى تشريعات ونظم تكبل حركة السوق، إلا أن هاتين المجموعتين تبدوان أقلية صغيرة جداً،يكاد صوتها يضيع في زمن العولمة؛ ولذا، فإن المعركة حول التشريعات والنظم والرقابة تدور في الأرض الوسطى بين التيارين الرئيسين، وإن كانت الأزمة الأخيرة قد عملت على تقوية الفريق الثاني المؤيد لتدخل أكبر من الحكومة.[21]

وثمة وجهة نظر معاكسة تعارض الاتجاه الحالي الداعي إلى تقنين عمل المؤسسات المالية والمشتقات المالية، وينادي بها أعضاء مؤسسة "هيريتج فاونديشن" (Heritage Foundation)، في واشنطن، وهي التي تقول: إن الانضباط الذاتي والتقنين والرقابة في السوق لشؤونها، تعد أفضل من التدخل الحكومي، ويجادل ديفيد ماسون (David Mason)، من المؤسسة ذاتها بأن المشتقات المالية الحديثة - وخاصة مقايضة القروض المعسرة (CDSs) - لها دور مهم في تخفيف المخاطر، وحالة عدم التيقن التي تسود في السوق، وهي - لذلك - أداة مالية عامة في بيئة الاستثمار الحديثة، وعلى العكس من ذلك، فإن هذا يشير إليه المستثمر الدولي وارن بوفيت (Warren Buffett)، من أن هذه المشتقات المالية - وخاصة مقايضة القروض المعسرة - أسلحة الدمار المالي الشامل، فإن ماسون يتجه للتشكيك في الحجج والدلائل التي تشير إلى دور هذه المشتقات في بروز الأزمة المالية الأخيرة وتفاقمها.[22]

وهناك قضية أخرى تتصل بالرقابة على المؤسسات المالية، وهي: هل من المفيد التوجه نحو إيجاد هيئة رقابية واحدة للإشراف على المؤسسات المالية كافة، أو الاستمرار وفق

النظام السائد حالياً، وهو القائم على تعدد هيئات الرقابة والتنظيم؛ ففي مجال التنظيم والرقابة هناك تجربة دول أوربية وغيرها، من تلك التي لجأت إلى إنشاء سلطة مالية واحدة بعيدة عن البنك المركزي، ويتبنى هذا النهجَ حالياً كلٌّ من: النرويج (1986)، والدنمارك (1988)، والسويد (1991)، وبريطانيا (1997)، وكوريا (1997)، وبالمقارنة نجد أن هناك دولاً فيها سلطات رقابية كثيرة، مع دور كبير للمصرف المركزي؛ حيث تخضع البنوك لهيئة وتخضع شركات التأمين لهيئة أخرى، بينما ينظم أسواق البورصة هيئة ثالثة تشرف عليها، أما في الولايات المتحدة فالوضع مختلف نوعاً ما؛ فسياسات الإقراض للبنوك مثلاً، تخضع لإشراف أربع وكالات مصرفية فيدرالية، وسلطات خمسين ولاية. ولم يكن لهذه - حتى وقوع الأزمة - أي سلطة إشراف على المقرضين العقاريين من خارج النظام المصرفي، ممن كانوا يستحوذون على الجزء الأكبر من القروض العقارية في السوق الثانوية والسوق العالية المخاطر.

وبالرغم من أن الكثير من المؤسسات والهيئات الحكومية، لديه تعامل فرعي والأوراق المالية المدعومة بالأصول (ABSs)، فلم يكن هناك أي هيئة أنيط بها الإشراف على سوق هذه الأوراق المالية التي يتم في الكثير من الأحيان طمرها أو تغطيتها، ضمن أدوات مالية أخرى، تقع خارج موازنة المؤسسات المالية؛ مثل: أدوات الاستثمار المهيكلة (SIVs).[23]

ويرى مؤيدو سلطة الإشراف الموحدة على المصارف، أن الفائدة الأساسية من هذا النظام، هي تجنب الفجوات التي يمكن أن تبرز في ظل نظام، يحتوي على وكالات متعددة؛ ومن ثم الحد من ظاهرة الموازنة بين وكالات الإشراف والانتقال إلى أسهلها (Regulatory Arbitrage)، من البنوك. ويميل إلى وجهة النظر هذه، بن برنانكي رئيس مجلس الاحتياطي الفيدرالي الذي أكد صيف عام 2009، ضرورة إيجاد إطار قوي من الناحيتين القانونية والعملية؛ لضمان الإشراف المتكامل على كل المؤسسات المالية المهمة، بما فيها الشركات القابضة، إلا أن وجهة النظر المعارضة تؤكد أن توحيد هيئات الرقابة

والإشراف، قد يمنح هيئة وحيدة قوة كبرى؛ وهذا يسيء استخدامها تلك السلطة، أو مفاقمة الآثار السلبية حالَ وجود فجوات في التنظيم أو الرقابة.[24]

مراكز الأوفشور

لم تقصر جهود المؤسسات المالية والمستثمرين الدوليين للالتفاف حول النظم والقوانين والتشريعات الخاصة بحركة رأس المال، على إيجاد المشتقات المالية الجديدة، بل اشتملت على وسيلة أخرى لا تقل أهمية، وهي إيجاد مراكز مالية جديدة، لا تكون خاضعة للنظم والرقابة التي تخضع لها المؤسسات المالية التقليدية. إن هذه المناطق يطلق عليها مراكز الأوفشور (Offshore Centers)، وقد يطلق عليها أيضاً المراكز المالية الدولية (IFCs)، والمراكز المصرفية العالمية (IBCs)، والتسهيلات المصرفية الدولية (IBFs)، والمراكز المغتربة المصرفية. وهذه جميعاً تصف شيئاً واحداً، هو مراكز الأوفشور المالية.[25]

كانت مراكز الأفشور، ومراكز اليورودولار (Eurodollar)، ومراكز الآسيادولار (Asiadollar)، ردة فعل المصارف الدولية والمؤسسات المالية تجاه محاولات الحكومات في الكثير من دول العالم في الستينيات من القرن الماضي، السيطرة والتحكم في حركة رأس المال، من خلال فرض تشريعات وقوانين مقيدة، وهذه القيود التي كان أحد أهدافها تقوية الأدوات النقدية لدى الحكومات لإدارة اقتصاداتها، شجعت تحويل الودائع والاقتراض إلى المؤسسات المالية الأقل عرضة للقيود والنظم، ولاسيما إلى مصارف في مراكز الأوفشور.

في أوربا، كانت البداية بإنشاء اليورودولار؛ للهروب من فرض متطلبات الاحتياطي والسقف على أسعار الفائدة، والقيود على الكثير من المشتقات المالية، وللهرب كذلك، من الضرائب المرتفعة في معظم الدول الأوربية، أما في آسيا، فقد بدأت مراكز الأوفشور لأسواق التبادل المصرفي البيني، بالتطور بعد عام 1968، عندما قامت سنغافورة بإطلاق سوق الدولار الآسيوي (ADM)، واستحداث وحدات العملات الآسيوية (ACUs).

والأول منهما أُطلق ليكون بديلاً من سوق اليورودولار في لندن، على حين أطلق الثاني لتمكين البنوك الأجنبية من الانخراط في صفقات دولية في ظل بيئة محابية، من حيث التشريعات والرقابة والضرائب. وفي أوربا بدأت لكسمبورج استقطاب المستثمرين من ألمانيا وفرنسا وبلجيكا في مطلع السبعينيات، من خلال المعدلات المنخفضة على ضرائب الدخل، وقوانين سرية المصارف وسرية الحسابات، وخطا الكثير من الجزر والمدن الصغيرة حذو لكسمبورج في استحداث هذه المراكز، أما البحرين فقد استغلت ارتفاع أسعار النفط منذ عام 1973؛ لإنشاء مركز الأوفشور؛ لاستقطاب الفوائض النفطية في الدول المجاورة وخاصة دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية.

بعد لجوء الدول الصناعية الكبرى إلى تحرير أسواق المال لديها، لم يعد من السهل التعرف إلى مراكز الأوفشور؛ إذ إن عدداً متزايداً من الدول أصبح يمنح امتيازات متشابهة، وقد قدمت تعريفات عدة؛ لوصف هذه المراكز، ولا يوجد حتى الآن اتفاق حول تعريف موحد لها. وقد لجأت الأدبيات إلى إلحاق إحدى الخصائص الآتية أو أكثر بمراكز الأوفشور: تقديم الخدمات المالية لغير المقيمين، ووجود بيئة تنظيمية ورقابية محابية، وانعدام الضرائب أو انخفاضها، وعدم التناسب بين حجم القطاع المالي واحتياجات التمويل المحلي لذلك المركز، والتعامل المكثف بالعملات الأجنبية. ويبدو أن تقديم الخدمات المالية لغير المقيمين، وأن تقديم تلك الخدمات المالية يفوق حاجة الاقتصاد المحلي بمقدار كبير، هما العاملان الأساسيان اللذان يحددان: هل هذا المركز يأخذ طابع الأوفشور أو لا؟ والخدمات المالية المقصودة قد تكون خدمات مصرفية أو خدمات تأمين أو أدوات ذات أهداف خاصة: (إدارة الثروات، وصناديق التحوط).

ويشتمل الجدول (5-1)، على معلومات عن بعض مراكز الأوفشور، مع مؤشرات حول نسبة صافي الصادرات من الخدمات المالية إلى الناتج المحلي الإجمالي، ونسبة أصول المحافظ الاستثمارية إلى الناتج المحلي الإجمالي، وكلا المؤشرين يُظهر أن الخدمات المالية تشكل جزءاً كبيراً من نشاط هذه المراكز واقتصاداتها؛ وعلى سبيل المثال فإن الأصول المالية

للمحافظ الاستثمارية تشكل 4484٪ من الناتج المحلي الإجمالي لجزر كايمان و1373٪ في جزيرة آيل أوف مان، و4732٪ في لكسمبورج، و204٪ في سويسرا.

الجدول (5 – 1)

بعض المؤشرات عن مراكز الأوفشور في العالم، 2003

المركز	نسبة صافي الصادرات من الخدمات المالية إلى الناتج المحلي الإجمالي (٪)	نسبة أصول المحافظ الاستثمارية إلى الناتج المحلي الإجمالي (٪)
جزر البهاما	1,24	320
البحرين	2,4	234
برمودا	42,1	10900
هونج كونج	1,9	216
جزير ة جورنسي	16,4	4260
جزيرة آيل أوف مان	5,3	1373
جزيرة جيرسي	22,4	5791
لُكسمبورج	22	4732
جزر الأنتيل الهولندية	2,8	721
سويسرا	2,4	204

المصدر:

Ahmed Zorome, "Concept of Offshore Financial Centers: in Search of an Operational Definition," *IMF Working Paper*, WP/07/87 (April 2007), pp. 20-22.

لم تنعم مراكز الأوفشور بتفردها بالتشريعات المتساهلة والضرائب المنخفضة فترة طويلة؛ إذ إنها عُرضت لحملات قوية من الدول الكبرى ومن المنظمات الدولية؛ وبعض أسباب تلك الحملة منطقي، ويرجع إلى القلق بشأن سوء استغلال هذه المراكز من العصابات الدولية؛ لأغراض غسل الأموال، أو التهرب من الضرائب من المؤسسات المالية أو الأثرياء الكبار، إلاّ أن تلك الحملات لم تكن كلها بريئة، وكان بعضها مدفوعاً بعوامل الغيرة والحسد من نجاح مراكز الأوفشور وقدرتها على استقطاب رؤوس أموال كبيرة، وقد ازدادت حدة الحملة على هذه المراكز في السنوات الأخيرة؛ بسبب حاجة الدول الصناعة إلى

زيادة الإيرادات العامة للموازنة؛ لمعالجة الخلل في تلك الموازنات؛ بسبب الأزمات المتكررة وبرامج الإنقاذ المالي التي سببت تراكم العجز المالي لديها، وبسبب الفضائح المالية المتعلقة بالتهرب من الضرائب التي أعلن عنها في كل من: سويسرا، ولختنشتاين. وقامت الدول الصناعية بإصدار قوائم سود؛ لإدراج المراكز المالية غير المتعاونة وإياها؛ لسد الثغرات التشريعية والتنظيمية والرقابية، وقد قام الكثير من هذه المراكز بجهود للإصلاحات التشريعية والإصلاحات الرقابية؛ جعلتها تخرج من القائمة السوداء وتدخل القائمة البيضاء، أما الدول والمراكز التي تخلفت عن الالتزام بذلك؛ مثل: سويسرا، فقد تم تهديدها بإجراءات عقابية، إذا لم تتخل عن قوانينها المتعلقة بسرية المصارف.[26]

إلاّ أن هذه المراكز تواجه مشكلة أخرى، هي ارتباطها بالمراكز المالية الأخرى واعتمادها عليها؛ فنصف الودائع المصرفية في بنوك جورنسي (Guernsey)، مثلاً، يأتي من البنوك السويسرية التي يقال: إنها تعيد دورة الضرائب الأجنبية، من خلال إيداعها في تلك المراكز، وعبّر المسؤولون في تلك المراكز عن قلقهم وشكواهم من تركيز الدول الكبرى على السرية المصرفية فقط، وإهمال استخدام الأدوات الاستثمارية السرية أو المجهولة. ويعبّر المسؤولون في النمسا بصراحة عن أن الهدف من تلك الحملة، هو محاولة إعادة السيطرة ثانية لمراكز المال الأنجلوساكسونية على النظام المصرفي العالمي، ويدل هؤلاء على أن الدول الكبرى تحمي مراكز الأوفشور التابعة لها؛ من أجل اجتذاب رؤوس الأموال ودعم الخدمات المالية، وأن أموال المتهربين من الضرائب – وخاصة في الولايات المتحدة – تأتي من صناديق استثمارية ومحافظ مالية وشركات مرخصة، تعمل في بعض الولايات؛ مثل: ديلاوير (Delaware)، وأن مراكز الأوفشور الثلاثة التابعة للتاج البريطاني، جورنسي (Guernsey)، وجيرسي (Jersey)، وآيل أوف مان (Isle Of Man)، قد ضخت ما مقداره 333 مليار دولار في النصف الأول من عام 2009، في المركز المالي في لندن فقط.[27]

وبينما تكره الدول الصناعية لمواطنيها أن يتهربوا من الضرائب، فإنها لا تمانع من تشجيع مواطني الدول الأخرى على جلب أموالهم وإيداعها في نظامها المصرفي، وتحتفظ

المصارف في الولايات المتحدة بمئات المليارات من الدولارات من رؤوس الأموال، من المستثمرين الأجانب الذين يتمتعون بالإعفاء الضريبي، ودرجة من السرية؛ لأن الولايات المتحدة لا تتبادل المعلومات المالية والمصرفية إلا وكندا.

لقد كانت مراكز الأوفشور - وماتزال - مواقع مهمة للمؤسسات المالية الكبرى وصناديق التحوط التي تبحث عن قيود أقل، على حركتها، وضرائب دنيا على تعاملاتها وأرباحها. ولا شك في أن وجود هذه المراكز قد عمّق عولمة رأس المال وسرعة حركته وانتقاله؛ ومن ثم شدة آثاره في الأزمات المالية. إن أي إصلاح للنظام المالي العالمي يتطلب من دون شك، ضرورة التعامل وهذه المراكز، وإصلاح بيئتيها التنظيمية والرقابية.

الباب الثالث

بين الماضي والمستقبل

الفصل السادس

الأزمات المالية من منظور تاريخي

عندما أطلت الأزمة المالية العالمية الأخيرة برأسها أسرع المحللون إلى الاستعانة بالتاريخ لتصفح أوجه التشابه والاختلاف بين هذه الأزمة والأزمات السابقة، لعلهم في ذلك يصلون إلى تحليل أفضل لأسباب الأزمة وأساليب أنجع للخروج منها، وبالرغم من أن العالم قد شهد المئات من الأزمات المالية خلال تاريخه المعاصر، فإن المحللين كانوا ميالين؛ من أجل الدلالة على فَجْع هذه الأزمة، إلى تشبيهها بأزمة الكساد العالمي الكبير (1929 - 1933)، وإذا كان العالم قد استفاد شيئاً من أزمة الكساد في الثلاثينيات من القرن الماضي، فإن ذلك يمثل بالبناء الأكثر إحكاماً للنظرية الاقتصادية، وبتطوير أدوات التحليل وأدوات التحكم في النشاط الاقتصادي؛ لتعجيل النمو أو تخفيضه والتعامل والمعضلات الاقتصادية؛ مثل: البطالة والتضخم، ولا شك في أن تلك الإسهامات الفكرية قد ساعدت كثيراً في تخفيف حدة الأزمات المالية اللاحقة وفترات استمرارها، إلاّ أنها - مع ذلك - لم تمنع تكرار حدوثها ونشوب أزمات حادة، انتشرت خارج النطاق الجغرافي لدولة المنشأ؛ مثل: الأزمة المالية الأخيرة، ولن يكتمل تحليل هذه الأزمة من دون إلقاء نظرة تاريخية إلى أهم الأزمات التي مر بها الاقتصاد العالمي، وأوجه الشبه والاختلاف مع الأزمة الأخيرة، وهو ما يحاول هذا الفصل التصدي له.

نظرة عامة إلى الأزمات المالية

الأزمات المالية ليست بالجديدة، وقد ارتبطت بداياتها بانفجار فقاعات الأصول: (الأسهم والعقارات)، ومنذ النصف الأول من القرن السابع عشر، كان هناك أزمات؛ منها: أزمة أزهار التوليب في هولندا في ثلاثينيات القرن السابع عشر (1630)، وفقاعة المسيسبي وبحر الجنوب (1719 - 1720)، وفورة المناجم في عشرينيات القرن التاسع

عشر (1820)، وأزمة المديونية في أمريكا اللاتينية (1825)، وأزمة السكك الحديدية في بريطانيا (1840)، والأزمة المالية العالمية التي نشأت من التحول من نظام قاعدة المعدنين إلى نظام قاعدة الذهب (1873)، وأزمة بنك بارينج برذرز البريطاني (1890)، وأزمة البنوك العالمية (1893)، وكانت الأزمة الأهم في القرن العشرين، هي الكساد العظيم (1929 – 1933)، وهي التي أدت - فيما أدت إليه - إلى إعادة هيكلة النظام المالي العالمي. وبعد تلك الأزمة لم يشهد العالم أزمات كبرى خلال الخمسينيات والستينيات من القرن العشرين؛ بسبب جهود إعادة البناء بعد الحرب العالمية الثانية، واستحداث نظام بريتون وودز؛ ولذا، يطلق على تلك السنوات الحقبة الذهبية في الدول الصناعية.

وقد حدثت في السبعينيات من القرن العشرين ثورة أسعار النفط، ثم الكساد التضخمي الذي شلّ الدول المتقدمة والنامية معاً، ثم أزمة المديونية في الدول النامية التي نجمت عن التوسع الكبير في الاقتراض من الخارج؛ لسد العجز في الحساب الجاري، وهي التي زادها سوءاً ارتفاع أسعار الفائدة منذ مطلع الثمانينيات، وشهدت الثمانينيات من القرن العشرين أزماتٍ أخرى؛ منها: فقاعة العقار في كل من: بريطانيا، والدول الإسكندنافية، وجزئياً في الولايات المتحدة، وكندا، وأزمة أسواق الأسهم التي بدأت بيوم الاثنين الأسود عام 1987، وتبعتها أزمات أخرى؛ مثل: أزمة الجنيه الإسترليني والعملات الأوربية عام 1992، وانفجار فقاعة الأسهم والعقارات في اليابان، بدءاً من عام 1991، وهي التي استمرت آثارها أكثر من عقد ونصف من الزمن، وأزمة المكسيك (1994 – 1995)، والأزمة المالية في آسيا (1997)، والأزمة في روسيا (1998)، وفقاعة أسهم التكنولوجيا في الولايات المتحدة (2000)، والأزمة المالية في الأرجنتين (2001 – 2002)، وأخيراً الأزمة الأخيرة.[1]

وقد قدر البنك الدولي في دراسة صادرة له عام 2001، أنه كان هناك حوالي 112 أزمة مصرفية نسقية (Systemic)، في 93 دولة بين نهاية السبعينيات ونهاية القرن العشرين، ويبدو من البيانات أن بعض الدول قد عُرِّض لهذه الأزمات أكثر من مرة؛ ومنها على سبيل

المثال: الأرجنتين التي عرض نظامها المصرفي لثلاث أزمات خلال السنوات الخمس والعشرين الماضية. وقد أحصت دراسة أخرى، قام بها باري أيكنجرين ومايكل بوردو، 95 أزمة في الاقتصادات الناشئة، و44 أزمة في الدول المتقدمة خلال الفترة 1973 - 1997؛ ومن بين تلك الأزمات التي حدثت في الاقتصادات الناشئة: 17 كانت تتعلق بالنظام المصرفي، و57 كانت أزمات في أسعار الصرف، و21 كانت أزمات مزدوجة: (مصرفية ونقدية)، أما بالنسبة إلى أزمات الدول المتقدمة، فإن 9 من الأزمات كانت مصرفية، و29 كان لها علاقة بأسعار الصرف، و6 كانت أزمات مشتركة.[2]

وإذا عقدنا مقارنة بين الفترة التي تلت الحرب العالمية الثانية مباشرة (1945 - 1971)، والفترة (1973 - 1997)، فسيلاحظ أن العالم شهد في الفترة الأولى 38 أزمة فقط؛ منها: 7 أزمات مزدوجة، على حين كان هناك 139 أزمة مالية في الفترة الثانية؛ وهذا دعا إلى القول: إن الكثير من تلك الأزمات قد ارتبط بالعولمة والانفتاح السريع في أسواق المال.[3]

وقدمت دراسة أخرى، قام بها بعض اقتصاديي صندوق النقد الدولي، مسحاً أكثر شمولية للأزمات المالية المعاصرة، منذ مطلع السبعينيات على الأقل. وتعرّف الدراسة الأزمة المصرفية النسقية بأنها الحالة التي تعاني فيها المؤسسات التجارية والمالية، حالات التعثر أو الإعسار أو الإفلاس أو وقف سداد الديون، وتواجه المؤسسات صعوبات في إعادة تسديد التزاماتها المالية في الوقت المحدد؛ ونتيجة لذلك، فإن القروض المعدومة تزداد بشكل كبير، ويتم إنهاك جميع رأس مال المصارف التجارية أو معظمه، وقد يصاحب ذلك انخفاض في أسعار الأصول: (الأسهم والأراضي)، وربما الارتفاع في أسعار الفائدة قبل حدوث الأزمة، وحدوث اتجاه معاكس لحركة رأس المال.

وتشير الدراسة إلى أنه خلال الفترة 1970 - 2007، أمكن التعرف إلى 124 أزمة مصرفية نسقية، و208 أزمات في العملات وأسعار الصرف، وتعرّف أزمة العملة بأنها

الحالات التي تنخفض فيها القيمة الاسمية للعملة بنسبة لا تقل عن 30٪، وأن يكون هناك انخفاض لا يقل عن 10٪ مقارنة إلى السنة الفائتة. ويشمل هذا الإحصاء تخفيض العملة الذي قامت به الدول التي تلتزم نظم أسعار الصرف الثابتة، كما تم التعرف إلى 63 حالة من إعسار الحكومة وتخلفها عن دفع ديونها السيادية للممولين من القطاع الخاص، ويشمل ذلك: حالات الإعسار وحالات إعادة جدولة الديون.[4] ويحوي الجدول (6-1)، إحصاءات بأنواع الأزمات ومقدار تكرارها خلال الحقب التاريخية المختلفة، ويلاحظ أن الأزمات المصرفية ازدادت في التسعينيات، وبلغت ذروتها بحدوث 13 أزمة مصرفية عام 1995، أما أزمات العملات فكانت هي الأخرى شائعة في النصف الأول من التسعينيات، إلاّ أن مطلع الثمانينيات كان أيضاً، معروفاً بكثرة أزمات العملات، مع بلوغ الذروة عام 1981، بحدوث 45 أزمة في العملات في ذلك العام، وأزمة مديونيات الحكومات كانت أيضاً، منتشرة في مطلع الثمانينيات مع ذروة عام 1983، بمقدار 10 أزمات.

الجدول (6 - 1)

تكرار الأزمات المالية (عدد)

السنوات	الأزمات المصرفية	أزمات العملات	أزمات الديون السيادية	الأزمات المزدوجة	الأزمات المضاعفة
1975-1970	-	29	-	-	-
1980-1976	7	24	10	3	-
1985-1981	18	88	32	6	3
1990-1986	25	47	9	5	1
1995-1991	49	63	1	14	-
2000-1996	20	54	4	11	3
2005-2001	3	19	8	3	3
2007-2006	2	2	-	-	-
المجموع	**124**	**326**	**64**	**42**	**10**

المصدر:

L. Laeven and F. Valencia, "Systemic Banking Crises: A New Database," *IMF Working Paper*, WP/08/224 (2008), 56.

ليست كل تلك الأزمات متساوية، من حيث الأهمية أو الآثار أو مقدار الانتشار، وعندما تكون الأزمة قطاعية؛ أي: (في قطاع واحد فقط)، أو في بلد صغير نسبياً، من حيث الحجم الاقتصادي أو درجة الترابط بدول العالم الأخرى، أو تكون متوقعة، فإن آثارها عادة، تكون محدودة، وعلى العكس من ذلك، فإن الأزمات التي حدثت في الاقتصادات الكبرى أو كان لها صفة انتشار العدوى (Contagion Effect)، على المستوى الإقليمي أو المستوى الدولي، فإن آثارها تكون أكبر وأعمق، وزمن استمرارها أطول.

وتجد الأزمات جميعها جذورها في الأيام الجيدة التي تسبق الأزمات؛ حيث يكون الأداء الاقتصادي للأسواق الصاعدة جيداً، والنمو الاقتصادي مرتفعاً، ومعدلات التضخم منخفضة، وهناك عادة، سبيلان لحدوث الأزمات، إما من خلال التحرير السريع للاقتصاد وأسواق المال والاندماج في العولمة، وإما من خلال عدم التوازن في مالية الحكومة (Fiscal Balance).

ويتم تحرير أسواق المال عادة، من خلال سياستين: إما تحرير الأسواق المحلية؛ وهذا يعني إزالة القيود التي تحد قدرة المؤسسات المالية المحلية على الإقراض بأسعار الفائدة السائدة في السوق، أو النظم التي تضع قيوداً كمية على حجم الإقراض لاستخدامات معينة، وإما التحرير المالي الخارجي الذي يعني بشكل أساسي، تحرير حساب رأس المال (Capital Account)؛ حيث يتم فتح أسواق المال المحلية لتدفقات رأس المال الأجنبي ولممارسات ونشاطات في المؤسسات المالية الأجنبية.[5]

السبيل الثانية التي تحدث من خلالها الأزمات المالية في الاقتصادات الصاعدة، هي تدهور المالية العامة للدولة؛ أي حدوث عجز في الموازنة؛ بسبب زيادة الإنفاق العام أو بسبب تدهور الإيرادات العامة، وكانت الأزمة المالية في الأرجنتين عام 2000/ 2001، من هذا النوع، وكذلك الأزمات الأخرى؛ كتلك التي حدثت في روسيا عام 1998، والإكوادور عام 1999، وتركيا عام 2001. وعلى العكس مما حدث في المكسيك ودول شرق آسيا، فقد كان لدى الأرجنتين نظام مصرفي يتميز بالمتانة والرقابة الجيدتين، بعد

عقود من الأزمات، عاناها هذا القطاع، ولم يحدث فيها طفرة بالإقراض، وكانت معدلات أداء المصارف جيدة قبل الأزمة، بالرغم من حدوث ركود اقتصادي منذ عام 1998؛ وقد أدى تباطؤ النشاطات الاقتصادية إلى انخفاض الإيرادات الحكومية واتساع الفجوة بين إيرادات الضرائب والإنفاق العام؛ ومن ثم بروز عجز متزايد في الحساب الحكومي. وقد سعت الحكومة لسد هذا العجز من خلال الاعتماد على القطاع المصرفي؛ فأدى هذا إلى انتقال الأزمة من المالية العامة للحكومة إلى القطاع المصرفي، ثم تحولها إلى أزمة مالية كاملة.[6]

الأزمات المالية في بداياتها

ارتبطت الأزمة المالية الأولى في العالم بشيء جميل في الحياة، وهي الأزهار التي كانت - ومازال - مبعثاً للبهجة وقرة للعين ورمزاً للمحبة والسلام، وحدثت فورة أزهار التوليب (The Tulip Mania)، خلال الفترة 1636 - 1637، في هولندا بعد حركة الاكتشافات الأوربية في آسيا وإفريقيا؛ ويرجع منشأ بصلات هذه الأزهار إلى الدولة العثمانية، وقد نقلت إلى هولندا، وحظيت بشعبية كبيرة، وتنافس عليها الأثرياء ومتوسطو الدخل؛ وهذا دفع أسعارها إلى مستويات خيالية، وكانت بارات مدينة هارلم (Haarlem)، هي المكان المفضل لتبادل الصفقات حول تلك الأزهار، وخاصة في ذروة حرب الأعوام الثلاثين وانتشار وباء الطاعون.

وفي ذروة الفورة بلغ سعر البصلة الواحدة حوالي ألف فلورينة، علماً أن متوسط الدخل السنوي للمواطن الهولندي كان يعادل خُمس هذا المبلغ؛ ومثل كل الفورات، فإن الناس استخدموا في البداية دخولها النقدية للانخراط في النشاطات المضاربية، ثم لجأت إلى الاقتراض بضمانات منازلها والأراضي التي تملكها، بينما لجأ بعض آخر إلى تسييل أملاكه من الأصول المالية: (الأسهم والعقارات)؛ لشراء هذه الأزهار التي كانت تحقق معدلات أرباح عالية جداً، وأسعاراً كان يبدو أنها تسير في اتجاه واحد هو الصعود. وبدءاً من عام 1636، انتقل التداول على هذه البصلات من البارات والشوارع الرئيسة إلى سوق

المال في هولندا، وانتقل التعامل من الصفقات الآنية؛ أي: (على الأزهار الموجـودة فعـلاً)، إلى العقود الآجلة؛ أي على أزهار ماتزال في مراحل التلقيح والتنبيت.

ولـمّا بلغت الأسعار مستويات خيالية بدأت طلبات الشراء بالتباطؤ ثم التبخر، وقد زاد ذلك قلق المستثمرين، وخاصة ممن اعتمدوا على الاقتراض لتمويل صفقاتهم؛ وهـذا حفز عمليات البيع المحروق والتدافع للخروج من السوق؛ ومن ثـم انفجـار الفقاعـة؛ وقد خلَّف ذلك وضعاً أصبح فيه أصحاب العقود الآجلة يحملون أوراقاً تساوي قيمتها السوقية (أو الآنية)، أقل من عشر القيمة الاسمية: (السعر المقرر في الـورق). ولم يكـن لدى الغالبية العظمى من المتاجرين ببصلات الأزهار الرغبة أو النيـة في اسـتخدامها أو زراعتها؛ وكان هدفهم تحقيق أرباح سريعة والخروج من السوق، وعندما وقعت الأزمة وجد هؤلاء أنفسهم في مصيدة لم يتمكنوا من الخروج منها، ولم تكن الحكومـة الهولنديـة سعيدة أو راضية عـن هـذه الفـورة؛ لأن أفـراد الـشعب لم يعـد لـديهم الرغبـة في شراء السندات الحكومية الضرورية؛ لتمويل جهود الحرب القائمة آنذاك؛ وقد سببت الأزمـة اضطراب أسواق المال الأوربية، ولكن، لا يوجد دلائل على أنها انتشرت أبعد من ذلك، إلى آسيا مثلاً.[7]

حدثت الأزمة المالية اللاحقة بعد ذلك بأكثر من ثلاثـة أربـاع القـرن، وهـي التـي أطلـق عليهـا فقاعـة المسيـسبي وبحـر الجنـوب، خـلال الفـترة 1719 – 1720. وكـان المستعمرون الفرنسيون الذين توغلوا في خليج المكسيك، ثم نهـر المسيـسبي قـد أقـاموا شركة المسيسبي؛ وكان الغرض منها: ترويج التجارة بين هذه المستعمرات والوطن الأم فرنسا، ثم قام أحد رجال الأعمال الاسكتلنديين بشراء حصص كبيرة من أسهم الشركة، وأطلق عليها شركة المسيسبي للتجارة مع المـستعمرات الفرنـسية حـول نهـر المسيـسبي ولويزيانا، وقد طورت الشركة بعد ذلك ووسعت عام 1719؛ لتتملك منافذ للمتـاجرة مع الهند والصين، كما تملكت البنك الملكي، وقفزت أسعار أسهم هذه الشركة مـن 500 ليفرس (Livres)، إلى 15000 خلال فترة قصيرة، إلاّ أنه منذ عـام 1720، بـدأت الثقـة

بالشركة تنخفض؛ فأدى هذا إلى تدهور سعرها في سوق البورصة؛ ومن ثم انخفاض قيمة رأس مال الشركة. وسعياً من حكومتَي كل من: بريطانيا، وفرنسا، لتخفيض أعباء خدمة الديون عليهما فقد رغبتا في مبادلة أسهم في شركات يتم التداول عليها في أسواق البورصة بديونهما، مع الاحتفاظ بحقوق الأغلبية، وخاصة في شركتي المسيسبي في فرنسا وشركة بحر الجنوب في بريطانيا، وقد حصلت الصفقات على مباركة الحكومتين، كما أنهما نجحتا في تخفيض ديون الحكومتين، ولكن على حساب حاملي الديون الذين تأخروا في تحويل ديونهم أو بيع أسهمهم قبل الأزمة؛ وقد انهارت كلتا الصفقتين؛ بسبب الأزمة في نظام المدفوعات الأوربي عام 1720، وبالرغم من الآثار الكبيرة لتلك الأزمة في الأسواق المالية الأوربية التي كانت ماتزال في مراحل نشأتها، فإنها أسهمت في نشوء سوق مالية عالمية مركزها لندن.[8]

حدثت الأزمة المالية اللاحقة بعد قرن من الزمن؛ أي عام 1825؛ وكان سببها أزمة المديونية في دول أمريكا اللاتينية؛ فبعد الفوضى في أسواق المال التي سببتها الثورة الفرنسية والحروب التي تبعتها حتى عام 1815، برزت سوق المال في لندن؛ بوصفها سوق المال العالمية، ولكن فورة المستثمرين البريطانيين وتوسعهم العالمي انتهيا بأزمة المديونية عام 1825؛ ومنشأ هذه الأزمة هو بدء انسحاب المستثمرين الأجانب من التزامات الدين المحلي البريطاني بعد الحرب، وبعد هزيمة نابليون في معركة واترلو، وعودة الأموال الأوربية من لندن إلى العواصم الأوربية الأخرى. وقد شهدت تلك الحقبة بدء انهيار الإمبراطورية الإسبانية وسيطرتها على أمريكا اللاتينية، وخلال الحرب ضد نابليون تمكنت دول عدة في تلك القارة، من نيل الاستقلال حوالي عام 1820؛ وقد أدى بروز هذه الدول الحديثة في وقت واحد، إلى نشوب صراع بينها حول الموانئ والطرق الرئيسة والأنهار، وسارعت كل دولة إلى جذب المستثمرين الأجانب؛ لتعزيز موقفها، وقد وجدت السندات الحكومية لهذه الدول - وكذلك أسهم المناجم فيها - سوقاً رائجة في لندن ومراكز المال الأخرى، إلاّ أن أياً من هذه الدول الحديثة لم تتمكن من خدمة ديونها المتراكمة، وأما الأموال التي حصلت عليها من السندات، فقد تبخرت

في حروبها البينية. وقد لجأ بعض هذه الدول، إلى إصدار سندات جديدة؛ لتحل محل سندات المستثمرين البريطانيين في خطوة بدت وكأنها مسعى للتحرر من نفوذ هؤلاء، إلا أن فروق السعر التي دفعتها تلك الدول كانت هائلة؛ والنتيجة هي أن هذه الدول لم تتمكن من سداد ديونها فأعلنت عجزها عن السداد، وكانت هذه هي المرة الأولى التي تتعامل فيها أسواق المال والإعسار الحكومي.[9]

بعد ذلك بنصف قرن تقريباً كان العالم على موعد مع أزمة جديدة، وهي التي أخذت عن جدارة صفة "العالمية"، وهذه الأزمة التي بدأت في ألمانيا عام 1873، انتقلت بسرعة إلى دول أوربية أخرى، ثم إلى الولايات المتحدة، وكانت ألمانيا – مثلها مثل الكثير من الدول الأوربية – تتبنى نظام قاعدة المعدنين: الذهب والفضة، ثم بدأت بالتحول إلى نظام قاعدة الذهب، بينما آثرت كل من: فرنسا، وهولندا، وبلجيكا، والنمسا، البقاء على نظام المعدنين؛ وهذا التحول أدى إلى انتقال كميات كبيرة من الفضة، من ألمانيا إلى الدول الأخرى، وانتقال أموال كبيرة من فرنسا إلى ألمانيا؛ بوصفها تعويضاتٍ للحرب بعد هزيمة الأولى عام 1870؛ وقد سببت تلك الأموال المتدفقة، ارتفاعاً كبيراً في حجم السيولة، وفورة مضاربة في ألمانيا، انتقلت إلى النمسا عامي 1871 – 1872، وانفجرت فقاعة أسواق الأسهم في كلا البلدين في أيار/ مايو عام 1873، وكان لها آثار في كل من: إيطاليا، وهولندا، وبلجيكا، ثم الولايات المتحدة في أيلول/ سبتمبر عام 1873.[10]

وفي العقد الأخير من القرن التاسع عشر، حدثت أزمتان ماليتان: الأولى منهما كانت في بريطانيا بشكل أساسي، وهي التي نشأت عام 1890؛ بسبب تورط البنك البريطاني، بنك بارينج برذرز (Baring Brothers Bank)، بديون الأرجنتين، والاستثمارات غير الحصيفة والسيئة في ذلك البلد، وقد سارع البنك المركزي البريطاني (بنك إنجلترا)، إلى إنقاذ بنك بارينج، ولولا صفقة الإنقاذ تلك، لكانت الأزمة قد انتشرت إلى القطاع المالي برمته؛ ومن ثم إلى الاقتصاد الحقيقي؛ مسببة كساداً كبيراً في الاقتصاد البريطاني، كما تشير التحليلات بذلك.

حدثت الأزمة الثانية عام 1893، وجاءت بعد تعرض الكثير من البنوك للإخفاق والإفلاس في حركة متلازمة، شملت الكثير من الدول الأوربية والولايات المتحدة. والفترة التي سبقت تلك الأزمة يطلق عليها فترة نشوء البنوك الوطنية؛ حيث شهد الكثير من دول العالم، وخاصة في أوربا والولايات المتحدة، تزايداً ملحوظاً في عدد البنوك المسجلة والعاملة، وبدأت الأزمة في الولايات المتحدة مع إعلان إخفاق بعض الشركات، ثم فاقم ذلك صدور قانون تنظيم قواعد شراء الفضة، وإخفاق الكثير من المصارف، وانتشرت الأزمة بسرعة في أستراليا وإيطاليا وألمانيا ودول أوربية أخرى، وبلغ عدد البنوك التي أغلقت، أو علق العمل بها، حوالي 575 بنكاً على مستوى العالم. وشهدت أستراليا أسوأ أزمة مالية في تاريخها في ذلك العام؛ حيث تم وقف العمل في الكثير من مصارفها التجارية التي انخرطت في الفورة العقارية، وتجارة الأسهم في الفترة التي قبلها.[11]

الكساد العالمي الكبير (1929 - 1933)

بالرغم من أن عدداً قليلاً ومتناقصاً من الناس الذين يعيشون الآن، قد شهد الكساد العالمي العظيم وشارك في يومياته أو تأثر بأحداثه، فإن تلك الأزمة كانت – وماتزال – مضرب المثل في حدتها واتساع انتشارها وآثارها المدمرة، وبالرغم من مرور حوالي ثمانين عاماً على بدء شراراتها، فإنها ماتزال حتى الآن تستقطب الدراسات حول مسبباتها، وعوامل تفاقمها، وأوجه الخطأ في علاجها والتصدي لها؛ وحول تفسير تلك الأزمة وطرائق علاجها، نشأت نظريات اقتصادية كثيرة؛ من أهمها: المدرستان الفكريتان الاقتصاديتان اللتان كتب لهما السيطرة على السياسات الاقتصادية، خلال الفترة اللاحقة حتى يومنا هذا؛ وهما: النظرية الكينزية، والنظرية النقدية.

وتكمن جذور تلك الأزمة في المرحلة التي أعقبت الانتهاء المفاجئ للحرب العالمية الأولى عام 1918؛ إذ شهد العالم ركوداً اقتصادياً حاداً في السنوات اللاحقة (1919–1921)، ولكن بعد ذلك؛ أي في الفترة اللاحقة (1922 – 1929)، شهد معدلات نمو اقتصادي عالية جداً، وكان متوسط معدل النمو الاقتصادي يبلغ 5,5٪، وانخفضت معدلات

البطالة من ذروتها إبان الركود من 11٪ إلى 3,5٪ في النصف الثاني من عشرينيات القرن الماضي؛ وذلك كله من دون تضخم يذكر، وكان النمو الاقتصادي مدفوعاً بفرص الاستثمار الجديدة، ولاسيما في التقنيات الجديدة؛ مثل: الكهرباء والهواتف والسيارات. وبالرغم من أن اختراع هذه الأدوات يرجع بعضه إلى أواخر القرن التاسع عشر، فإن الاستخدام الواسع لها بدأ بعد الحرب العالمية الأولى؛ وقد ولد استخدام هذه التقنيات استثمارات هائلة في مجال البنية الأساسية والقطاعات المكملة لها، وكان الاختراع الأبرز الذي استحوذ على اهتمام الناس هو جهاز الراديو الذي بدأ ظهوره في تلك الفترة، وقد شكلت هذه التقنية عنصراً جديداً في سوق الأسهم، وكانت شركة الراديو الأمريكية (Radio Company of America, RCA)، اللاعب الرئيس في سوق البورصة؛ حيث كانت الصانع الرئيس لأجهزة الراديو، وكذلك المتحكم في البث الإذاعي، وارتفع سهم هذه الشركة من 15 دولاراً عام 1921، إلى 114 دولاراً عام 1929، بمعدل سعر للعائد يبلغ 73 مرة. والراديو في تلك الحقبة كانت تمثل ما تمثله شبكة الإنترنت في عصرنا الحالي؛ حيث شكلت قطاعاً مهماً وحيوياً، استقطب استثمارات هائلة، وقطاعات أخرى حيوية، ربما لا تقل أهمية، تمثل بالطيران وصناعة السينما.[12]

وفي بيئة تتميز بانخفاض البطالة وارتفاع معدلات الأجور وارتفاع قيم الأصول: (الأسهم والعقارات)، فإن ذلك كله قد ولد حالة من الانتعاش والثقة لدى الناس، وبدأت أسعار الأسهم ترتفع تدريجياً، وازدادت حدتها بدءاً من عام 1926. وخلال الفترة من آذار/ مارس عام 1926، إلى تشرين الأول/ أكتوبر عام 1929، ارتفعت أسعار الأسهم أكثر من مرتين، وخلال الفترة 1921 – 1929، كان معدل النمو السنوي للسوق 18٪. وقد سمح لصناديق الاستثمار (Investment Trusts)، وهي التي كانت معروفة منذ أمد في بريطانيا، بالعمل في الولايات المتحدة، كما سمح لها باستخدام التوسع المالي من خلال الاقتراض (Leverage)؛ ففي عام 1928، تم إنشاء أكثر من 200 صندوق للاستثمار، كانت قيمة أصولها تقارب مليار دولار، بينما كان رأس المال المجمع لهذه الصناديق أو المحافظ الاستثمارية قبل ذلك بثلاث سنوات، يقل عن نصف مليون

دولار؛ وارتفعت أسعار الأراضي والعقارات هي الأخرى في تلك الحقبة، وكانت قيمة القروض العقارية المستحقة قد بلغت 27 مليار دولار عام 1929، بعد أن كانت 11 مليار دولار عام 1920.[13]

وثمة عوامل أخرى ساعدت على تعزيز أجواء الثقة تلك؛ منها: إنشاء مجلس الاحتياطي الفيدرالي عام 1913، وهو الذي كان متوقعاً له أن يلعب دور المقرض الأخير؛ ومن ثم إدخال الثقة في النظام المصرفي، وتوسع التجارة الدولية بعد الحرب العالمية الأولى، وبروز الأنماط العلمية في إدارة المؤسسات الصناعية والتجارية، وهو الذي ارتبط بظهور الشركات الكبرى؛ مثل: شركة فورد للسيارات. ولم يصاحب الازدهار الاقتصادي في العشرينيات ارتفاع في أسعار المستهلك (التضخم)؛ بسبب وجود نظام قاعدة الذهب الذي شكل كابحاً لنمو النقود؛ ومن ثم ارتفاع الأسعار؛ ولهذا السبب، لم يكن الاحتياطي الفيدرالي معنياً بالتضخم في تلك الفترة، وكانت السياسات النقدية حتى عام 1928، توصف بأنها متساهلة نوعاً ما.

في عام 1928، بدأ الاحتياطي الفيدرالي بالقلق من الارتفاع المستمر في أسعار الأسهم، وحجم المضاربات المتزايدة، وبدأ – نتيجة لذلك – برفع أسعار الفائدة، وبالرغم من أن ذلك تم تدريجياً؛ فإنه قد أدى إلى انخفاض تدفقات رأس المال من الولايات المتحدة إلى الخارج؛ وبسبب نظام قاعدة الذهب فإنه قد أدى أيضاً، إلى سياسة نقدية متشددة خارج الولايات المتحدة، ولهذا بدأ معظم دول العالم يشهد تباطؤاً اقتصادياً منذ عام 1929؛ وكان الاحتياطي الفيدرالي سعيداً برؤية نجاح سياساته وانخفاض أسعار الأسهم؛ وبسبب بدء ضعف النمو الاقتصادي، بدأ تخفيض أسعار الفائدة بدرجة كبيرة؛ حيث انخفضت خلال عام واحد من 6٪ إلى 2,5٪ في نهاية عام 1929.[14]

بدأت الأزمة المالية في الولايات المتحدة، بانهيار البورصة في 29 تشرين الأول/ أكتوبر عام 1929، وهو ما أطلق عليه يوم الثلاثاء الأسود، ثم انتشرت بعد ذلك في جميع دول العالم، وبالرغم من أن أسعار الأسهم عادت إلى الارتفاع ثانية،

بحلول نيسان/ إبريل عام 1930، فإنها كانت أقل بنسبة 30٪ عن قيمة الذروة التي بلغتها في أيلول/ سبتمبر عام 1929. وقد حاولت الولايات المتحدة - من أجل دعم اقتصادها - اتباع سياسة حمائية عام 1930، تمثل بقانون سموت - هاولي للتعرفة الجمركية (Smoot-Hawley)، وهو الذي ردت عليه الدول الأخرى بقوانين مماثلة؛ وهذا جرّ الاقتصاد العالمي إلى الكساد الشامل، منذ أواخر عام 1930، حتى آذار/ مارس عام 1933.

ونتيجة لتلك السياسات الخاطئة، انخفضت التجارة العالمية، بمقدار يتراوح بين النصف والثلثين، وبلغ معدل البطالة في الولايات المتحدة 25٪، وتم إغلاق أكثر من 5000 مصرف تجاري. وبحلول ربيع عام 1933، كان معدل البطالة قد ازداد من 8 ملايين عامل إلى 15 مليون عامل؛ أي: (ثلث العمالة غير الزراعية)، وانخفض الناتج المحلي الإجمالي من 103,8 مليارات دولار إلى 55,7 مليار دولار، و40٪ من المزارع في ولاية المسيسبي كانت معروضة للبيع، وقد تم تخفيض عدد أيام الدراسة وساعاتها خلال اليوم؛ بسبب عدم قدرة الحكومة على تحمل تكاليف التعليم، وقامت الحكومة الأمريكية بتقديم نظام دعم للأسر الفقيرة، وفي عام 1932، كان ربع أسر العاطلين عن العمل يتسلم مساعدات، وفي العام ذاته قامت إحدى المدن في ولاية شيكاجو بتسريح المدرسين ورجال الشرطة ورجال الإطفاء؛ بسبب عدم وجود دخل لديها لدفع رواتبهم، وارتفعت معدلات الانتحار في الولايات المتحدة، من 14 إلى 17 لكل مائة ألف.[15]

وبعد مرور سنة على بدء الأزمة؛ أي في نهاية عام 1930، ومطلع عام 1931، بدأ بعض المراقبين بالتفكير في أن الأسوأ بشأن الأزمة الاقتصادية قد انتهى؛ ورجعت محلات التسوق في كانون الأول/ ديسمبر عام 1930، إلى حالة الانتعاش، واستمرت الحال كذلك حتى مطلع عام 1931، ومنذ منتصف عام 1931، شهد الاقتصاد العالمي انخفاضاً جديداً، أوصل الأوضاع إلى أسوأ أحوالها في الفترة 1932 - 1933؛ وكانت أسباب هذا التراجع عالمية؛ مثل: أزمة الجنيه الإسترليني في نيسان/ إبريل عام 1931؛ ففي أيلول/ سبتمبر عام

1931 - بسبب معدلات البطالة العالية وضعف الاقتصاد - قامت بريطانيا بالتخلي عن نظام قاعدة الذهب، وبدأ الذهب يتدفق خارج الولايات المتحدة؛ وكانت ردة فعل الاحتياطي الفيدرالي، رفع أسعار الفائدة وتشديد السياسة النقدية؛ فأدى هذا إلى تدهور أسواق الأسهم وتدافع نحو السيولة، تبعها إخفاق المصارف التجارية.

وجاء الأسوأ في الأزمة في آذار/ مارس عام 1933؛ حيث إن موجة إخفاق المصارف؛ أدت إلى ذعر عام وإغلاق النظام المصرفي، ووصل مؤشر داو جونز إلى القاع في تموز/ يوليو عام 1932؛ حيث انخفض بنسبة 90٪ من أعلى مستوى قيمة بلغها، وانخفض الناتج المحلي الإجمالي في الولايات المتحدة بنسبة 30٪ في آذار/ مارس عام 1933، وانخفض أيضاً، الإنتاج الصناعي بنسبة 45٪، كما انخفض سهم شركة الراديو الأمريكية من 114 دولاراً إلى 3 دولارات.

لقد ولدت أزمة الكساد العالمي الكبير، خلافاً عميقاً بين المدارس الاقتصادية، حول أسباب تلك الأزمة وأسباب استمرارها فترة طويلة، والانتكاسات المتعددة التي عُرض لها الاقتصاد بعد كل فترة انتعاش قصيرة؛ ففي البداية سيطرت النظرية الكينزية على أنها التفسير المعقول والسبب المقبول لتلك الأزمة، وتم قبول فرضية انخفاض الاستهلاك الخاص ونقص الطلب الفعال؛ بوصفها أحد أهم الأسباب في تلك الأزمة وعدم قدرة ما أطلق عليه "اليد الخفية"؛ أي إخفاق آلية الأسواق في تصحيح نفسها بنفسها؛ ومن ثم ضرورة تدخل الحكومة في النشاط الاقتصادي، إلاّ أن هذه النظرية بدأت تتلقى الانتقادات منذ منتصف الستينيات من القرن الماضي، وإثر بروز ظاهرة الركود التضخمي بعد أزمة أسعار النفط عام 1973، وقفت النظرية عن أن تكون إطاراً نظرياً مقبولاً؛ لبناء السياسات، وبدأت النظرية النقدية تلقى قبولاً متزايداً.

جاء الأساس النظري للمدرسة النقدية من خلال الدراسة الكلاسيكية التي قام بها كل من: ملتون فريدمان، وآن شوارتز (1963)، وهي التي حاولت تقديم تفسير جديد لأزمة الكساد العظيم، من خلال شرح ما حدث للنقود خلال تلك الفترة، وقد لاحظت

الدراسة أن كلاً من: العرض الكلي، والناتج الكلي، والأسعار، قد انخفض بمقدار كبير في أثناء التباطؤ الاقتصادي، وارتفعت في أثناء الانتعاش، وتكمن الصعوبة في تحديد العلاقة السببية بين هذه العوامل، وتقول المدرسة النقدية: إن السببية تنطلق من التقلص النقدي؛ وهو الذي كان نتيجة سياسات خاطئة لمجلس الاحتياطي الفيدرالي، واستمرار الأزمة في النظام المصرفي؛ وهو الذي أدى إلى الانخفاض في كل من: الناتج، والأسعار. وفي منتصف السبعينيات برزت وجهة نظر معاكسة للنظرية النقدية، قدمها بيتر تيمن (Peter Temin)، وهي التي أكد فيها أن الجزء الأكبر من التقلص النقدي، كان يعكس رد الفعل السلبي من النقود للناتج، وأن المصدر الحقيقي للأزمة يكمن في جانب الاقتصاد الحقيقي، وقد استمرت هاتان المدرستان في تفنيد فرضيات كل واحدة منهما للأخرى؛ حيث يؤكد النقديون دور النقود، وخاصة في المراحل الأخيرة من الكساد العظيم: (من مطلع عام 1931، حتى عام 1933)، بينما تؤكد المدرسة الأخرى، العوامل غير النقدية في الهبوط المبدئي، ومنذ مطلع الثمانينيات بدأت أدبيات جديدة بالظهور، مركزة على الطريقة التي عمل بها نظام أسعار الصرف القائم على قاعدة الذهب، وخاصة خلال الفترة بين الحربين العالميتين، ومن أقطاب هذه المدرسة باري أيكنجرين، وجيفري ساش، وجيمس هاملتون، وبن برنانكي.[16]

الأزمة المالية الآسيوية (1997 - 1998)

كانت العقود التي أعقبت الحرب العالمية الثانية تعد العصر الذهبي للنمو الاقتصادي والازدهار وانتعاش التجارة العالمية، ومنذ عام 1950، حتى عام 1973، لم يشهد العالم أزمات كبرى؛ بسبب الاستقرار المالي للنظام الجديد القائم على أسس بريتون وودز، وجهود إعادة التعمير في أوربا. وقد شهدت السبعينيات والثمانينيات من القرن الماضي بعض الهزات المالية، إلاّ أنها لم تصل إلى درجة العالمية، كما أنها لم تستمر فترات طويلة؛ ونظراً إلى أن الغرض من هذا الفصل هو استعراض أهم الأزمات التي شهدتها دول العالم، فإن الأزمة المالية في آسيا تستحق اهتمامنا القادم.

لقد نجحت دول شرق آسيا منذ مطلع السبعينيات من القرن الماضي في النهوض باقتصاداتها على نحو ملحوظ؛ ففي البداية كانت هذه النهضة تركز في كل من: كوريا (الجنوبية)، وهونج كونج، وسنغافورة، وتايوان، وقامت على تحقيق معدلات نمو عالية، مع تبني سياسات لإعادة توزيع الدخل، وقد أسهمت كلتا السياستين في ارتفاع متوسط نصيب الفرد من الدخل القومي، وانتشر هذا التقدم في العقود اللاحقة (الثمانينيات والتسعينيات من القرن الماضي)؛ ليشمل دولاً أخرى في المنطقة ذاتها، ولاسيما ماليزيا وتايلند وإندونيسيا، وتمكن بعض هذه الدول، من المحافظة على تحقيق معدلات نمو اقتصادي عالية فترة طويلة نسبياً من الزمن (أكثر من عقد)، كما تمكن جميع هذه الدول من احتلال مراكز متقدمة في مؤشرات التنمية البشرية؛ مثل: معدلات التعليم، وارتفاع العمر المتوقع عند الولادة، وانخفاض وفيات الأطفال، وانخفاض معدلات الفقر والأمية، وانخفاض مستويات التفاوت في توزيع الدخل.

اتبعت هذه الدول سياسات اقتصادية، تحوي قدراً كبيراً من التشابه، وتتضمن الاعتماد على تشجيع الصادرات، وتحرير القطاع المالي، وتشجيع الاستثمار الأجنبي المباشر، وتحقيق الاستقرارين المالي والنقدي، والاستثمار في الموارد البشرية. وخلال فترات الازدهار في الثمانينيات والتسعينيات ربط معظم دول شرق آسيا عملاته بالدولار الأمريكي، وخلال النصف الأول من التسعينيات، كانت أسعار الدولار تنخفض؛ فأدى هذا إلى تحسن القدرة التنافسية لهذه الاقتصادات، ومنذ عام 1995، بدأت أسعار الدولار بالارتفاع؛ بناءً على الأساس المرجح للتجارة (Trade-weighted)، وخاصة مقابل الين الياباني؛ حيث ارتفع بنسبة 50٪ خلال الفترة من نيسان/ إبريل عام 1995، إلى كانون الثاني/ يناير عام 1997؛ وبسبب ارتباط عملات الدول الآسيوية بالدولار، فقد بدأت بالارتفاع أيضاً؛ وهذا أثر في القدرة التنافسية لهذه الدول، وقد سمح الارتباط بالدولار الأمريكي للمقترضين الآسيويين المحليين، بالوصول إلى تمويل رخيص في مراكز الأوفشور؛ حيث كان سعر الفائدة الأمريكي يقل عن سعر الفائدة المحلي للعملات المرتبطة بالدولار، كما قام هؤلاء بالاقتراض من اليابان على نحو واسع؛ حيث كانت

أسعار الفائدة أقل من 1٪. وقد أوجدت المنافسة الآتية من الصين، وارتفاع سعر الدولار الأمريكي ضغوطاً على القدرة التنافسية لهذه الدول، وعلى نظم صرف عملاتها الثابتة.[17]

كما ساعد تدفق رؤوس الأموال إلى هذه الدول على التوسع في الائتمان؛ ومن ثم حصول تضخم في أسعار الأصول: (العقارات والأسهم)، وقبول الأفراد والمؤسسات لدرجة عالية من المخاطر؛ وهذا زاد ضعف النظام المالي. وفي كل من: كوريا، وماليزيا، وتايلند، ازداد الائتمان للقطاع الخاص بالقيم الاسمية، خلال التسعينيات بمعدل 15٪– 20٪ سنوياً، مقارنة إلى معدل تضخم يتراوح بين 3٪ و10٪؛ وارتفعت أصول المصارف والمؤسسات شبه المصرفية من 50٪ إلى 100٪ من الناتج المحلي الإجمالي عام 1992، فإلى حوالي ما بين 150٪ و200٪ عام 1996. وقد أوجد ذلك حلقة مفرغة؛ حيث إن التوسع في الائتمان عزز فورة الاستثمار؛ وهذا شجع تدفق رأس المال من الخارج؛ ومن ثم فقد حفز على الإقراض، كما أن هذا أدى إلى تضخم في أسعار الأصول وخاصة في: ماليزيا وتايلند؛ وهذا قاد إلى زيادة الإقراض للقطاع العقاري وتضخيم قيمة الضمانات والرهونات (Collaterals). وإلى جانب ذلك، فإن المصارف التجارية كانت تقترض للمدى القصير، وتقوم بالإقراض للمدى الطويل؛ وهذا أوجد مشكلة عدم الاتساق الزمني (Mismatch). وفي معظم هذه الدول نمت – على نحو متسارع – المؤسسات المالية غير المصرفية، وهي التي تمتلك أصولاً عالية المخاطر، وتتسم بأنها أكثر عرضة للتقلبات في التمويل، مقارنة إلى المصارف؛ فجعلها هذا أكثر عرضة للانخفاض في نوعية الأصول والتغيرات في توجهات المستثمرين، وازدادت هذه المؤسسات المالية غير المصرفية على نحو ملحوظ؛ بسبب قلة المتطلبات؛ للحصول على رخص العمل وعدم خضوعها للرقابة الصارمة، بما فيها انخفاض المتطلبات من احتياطي رأس المال، وكانت هذه المؤسسات الأولى في مواجهة معضلة السيولة إبان الأزمة، والكثير منها واجه الإعسار ثم الإغلاق.[18]

وقبل حدوث الأزمة، كان هناك خمسة أوجه تتعلق بعدم التوازن في الحساب الجاري لدول شرق آسيا، تثير قلق المراقبين؛ وهي:[19]

- بالرغم من ارتفاع حجم الاستثمارات في هذه الدول، فقد كانت هناك شكوك في نوعيتها، ومما زاد القلق غياب الحوكمة المؤسسية وازدياد النشاطات المضاربية من القطاع الخاص، وخاصة في ضوء توجه جزء مهم من الاستثمارات الحكومية نحو مشروعات البنية الأساسية.
- كان سلوك المعدلات الحقيقية لأسعار الصرف خلال السنتين اللتين سبقتا الأزمة، يشير إلى تدهور القدرة التنافسية في معظم هذه الدول؛ وبسبب ارتباط عملات هذه الدول بالدولار الأمريكي، فإن انخفاض الدولار في النصف الأول من التسعينيات؛ أدى إلى انخفاض قيمة عملات هذه الدول، ولكن بعد ارتفاعه منذ عام 1995، عادت أسعار صرف هذه العملات إلى الارتفاع مرة أخرى.
- في عام 1996، شهدت الدول الآسيوية انخفاضاً ملحوظاً في حجم الصادرات، وخاصة في قطاع الإلكترونيات؛ ففي تايلند كانت نسبة ارتفاع الصادرات عام 1996، 0,5٪، مقارنة إلى 23٪ لعام 1995، وفي كوريا بلغت النسبة 4٪ لعام 1996، مقارنة إلى 30٪ لعام 2005.
- المنافسة الدولية التي بدأت هذه الدول تواجهها – وخاصة من الصين – كان أحد المؤشرات عليها ازدياد حجم الاستثمار الأجنبي المباشر المتجه للصين في النصف الأول من التسعينيات، مقارنة إلى ذلك المتجه للدول الآسيوية.
- كان العجز الخارجي لهذه الدول ينذر بالخطر؛ بسبب زيادة الطاقة الإنتاجية في بعض الصناعات، وزيادة حدة المنافسة فيما بين هذه الدول؛ وبسبب اعتماد هذه الدول جميعاً على استراتيجية النمو القائم على تشجيع الصادرات، فإن تغير البيئة الخارجية أثر في قطاعات كبيرة من اقتصادات هذه الدول.

وقام بعض هذه الدول، منتصف عام 1997، باتخاذ سياسات؛ كان من شأنها: تقليل حجم السيولة المتوافرة للمقترضين الآسيويين، وبعد أن لاحت في الأفق مخاطر أسعار

الصرف، بدأ التجار المحليون استخدام التحوط (Hedge)؛ لتقليل انكشافهم في أسواق الصرف؛ وهذا دفعهم إلى بيع المزيد من مخزونهم من العملات المحلية؛ وقد ولد ذلك ضغوطاً على هذه العملات، جعلت من الصعب على المصارف المركزية في هذه الدول الاستمرار في سياسة الدفاع عن أسعار الصرف السائدة آنذاك، وبحلول تموز/ يوليو عام 1997، بدأت تايلند تنظر إلى احتياجاتها من العملات الأجنبية، وهي تنضب في ظل جهودها لحماية عملتها، وأخيراً، اضطرت إلى التخلي عن نظام سعر الصرف الثابت؛ وقد أدى ذلك إلى فقدان الباهت (العملة التايلندية)، حوالي 23٪ من قيمته مقابل الدولار. وقد أفزع ذلك المقرضين الخارجيين الذين بدأوا سحب أموالهم واستخدام التحوط لتجنب مخاطر العملة؛ وهذا عمل على تخفيض العملات الآسيوية بشكل أكبر، وسارع التجار المحليون أيضاً، في خطواتهم لحماية مواقعهم من خلال عمليات التحوط أو بيع كل ما له علاقة بالسوق: (الأسهم والعملات)، وانتشر ذلك بما يشبه الوباء في أنحاء المنطقة كافة.[20] وقد فاقم كل ذلك الهجوم على المصارف، وتخفيض التصنيف الائتماني للقروض الحكومية، والانخفاض السريع في أداء الاقتصاد الحقيقي.

وتمثل إحدى نقاط الضعف في التجربة الآسيوية بكبر حجم التدفقات الرأسمالية المتجهة لهذه الدول، وخاصة تلك التي تأتي من الاقتراض من الخارج، وكانت هذه التدفقات تساوي 3,5٪ من الناتج المحلي الإجمالي سنوياً في إندونيسيا، و2,5٪ في كوريا، و10٪ في تايلند خلال الفترة 1990 - 1996؛ وقد عكس تدفق رأس المال الظروف السائدة آنذاك في النظام المالي العالمي، ومنه انخفاض أسعار الفائدة والضعف في إدارة المخاطر من المقرضين في الدول الصناعية، وكان الجزء الأكبر من هذه التدفقات على شكل قروض من المصارف التجارية (كوريا وتايلند)، أو المؤسسات (إندونيسيا)، وكان هذا واضحاً بشكل كبير في تايلند قبل الأزمة، وعلى العكس من ذلك، فإن معظم تدفقات رأس المال إلى ماليزيا كان استثماراً أجنبياً مباشراً، وقد زاد عدم مرونة أسعار الصرف تعقيد إدارة الاقتصاد الكلي، كما زاد حدة المخاطر.

ومن المهم في ظل التجربة الآسيوية، النظر إلى التنافس في تخفيض العملة؛ بوصفه آلية مهمة في نقل الأزمة من دولة إلى أخرى، وإذا كانت دولة قد لجأت إلى تخفيض عملتها للتعامل ومشكلاتها، فإن هذا القرار أثر في الدول المنافسة لها في المنطقة؛ وهذا دفعها إلى اتباع السياسة ذاتها، وهذه "العدوى" في انتقال الأزمة مشابهة إلى حد ما، ما حصل في ظل أزمة النظام النقدي الأوربي خلال الفترة 1992 - 1993.

وإبان الأزمة، وصف الرئيس الأمريكي بيل كلنتون، وهو الذي كان يحضر منتدى التعاون الاقتصادي لبلدان آسيا والمحيط الهادي (أبيك)، المعقود في فانكوفر بكندا في تشرين الثاني/ نوفمبر عام 1997، الأزمة الآسيوية بأنها "مطب صغير في الطريق". وفيما بعد تبين الخطل والخطأ في هذه النظرة؛ وقد سببت الأزمة انهيار الناتج القومي والناتج الصناعي لهذه الدول، وارتفاعاً حاداً في معدلات البطالة، وإنشاء برامج إنقاذ من صندوق النقد الدولي والمؤسسات المالية الدولية الأخرى بمئات المليارات.

الأزمة المالية في روسيا (1998)

ينظر معظم المحللين إلى الأزمة المالية في روسيا عام 1998، على أنها امتداد للأزمة المالية التي ضربت دول شرق آسيا في العام الذي سبقه، وقد بدأت إرهاصات الأزمة في روسيا منذ تشرين الأول/ أكتوبر عام 1997، حين بدأت أسواق المال فيها بالاضطراب، وفاقم ذلك، الانخفاض الحاد في أسعار النفط، وهو الذي أثر في الموازنة العامة وفي الحساب الجاري. وقبل عام 1998، كانت روسيا الطفل المدلل والمكان المفضل للمستثمرين العالميين، وإثر بدء الأزمة وأنها أطلت برأسها، حتى أسرع المستثمرون الأجانب إلى سحب أموالهم، كما لجأ أصحاب الثروات من الروس أنفسهم، إلى نقل أموالهم إلى مراكز الأوفشور. وقد واجهت الحكومة الموقف من خلال التغيير المستمر لوزراء المالية، ورفع أسعار الفائدة إلى مستويات عالية جداً، وبالاتفاق على برنامج إنقاذ مالي مع المنظمات الدولية.

وقد ساعدت هذه الإجراءات على تهدئة السوق مؤقتاً وتحقيق الاستقرار في أسعار الصرف، إلاّ أن أسعار الفائدة العالية - كما هو متوقع - لا بد من أن تؤذي قطاعات الاقتصاد الحقيقي والاستثمار، وقد أثرت أيضاً، في أسواق الأسهم التي شهدت تقلبات حادة. وتضافرت عوامل عدة في النصف الأول من عام 1998؛ لتفاقم الأزمة؛ منها: اشتداد الآثار القادمة من دول شرق آسيا منذ أيار/ مايو عام 1998، ووضع أحد البنوك التجارية الكبرى تحت إشراف البنك المركزي، وإضراب عمال المناجم، وبالإضافة إلى التدخل في أسواق الصرف، قام البنك المركزي برفع سعر الفائدة بنسبة 150٪ في نهاية أيار/ مايو، واتخاذ إجراءات لإصلاح المالية العامة لعام 1998؛ منها: تخفيض الإنفاق العام بنسبة 20٪، واتخاذ إجراءات لتعزيز الإيرادات.[21]

لمّا لم تُجدِ كل هذه السياسات نفعاً، أسرعت السلطات الروسية إلى توقيع اتفاقية للحصول على مساعدة مالية من صندوق النقد الدولي، مقابل تطبيق برنامج إصلاح مالي وإصلاح اقتصادي؛ إلاّ أن الحكومة - بسبب تشدد الشروط التي وضعها الصندوق لإتمام تلك الصفقة - واجهت معارضة مجلس الدوما (البرلمان الروسي)، والشركات الكبرى، وخاصة تلك التي تعمل في مجال الطاقة، واضطرت الحكومة إلى وضع يدها على أصول تلك الشركات في بعض الحالات؛ وأدت أجواء عدم التيقن هذه، إلى نكسة جديدة في أداء الاقتصاد الروسي، وبروز أزمة مالية أخرى، ارتفعت إثرها أسعار أذونات الخزانة وانهارت الأسهم. وفي يوم 17 آب/ أغسطس من عام 1998، أعلنت الحكومة الروسية وبنكها المركزي قراراً بتخفيض العملة وإعادة هيكلة ديونها البالغة 281 مليار روبل أو تأجيلها؛ وإثر ذلك انخفض سعر الروبل، مقابل الدولار من 6 روبلات إلى 20 روبلاً، ثم بعد ذلك إلى 30 روبلاً عام 2002. وانهار مؤشر أسعار البورصة الروسية من 570 إلى 36 خلال المرحلة المؤدية إلى الأزمة، كما أعلن الكثير من المؤسسات المالية الروسية الإفلاس، واضطر البنك المركزي الروسي إلى رفع سعر الفائدة، في ليلة واحدة إلى 250٪، وانخفض الاحتياطي من العملات الأجنبية من 18 مليار دولار في تموز/ يوليو، إلى 13,5 مليار دولار بحلول 21 آب/ أغسطس عام 1998.[22]

الأزمة الاقتصادية في اليابان

بدأت الأزمة المالية والاقتصادية في اليابان بسنوات عدة قبل الأزمة المالية الآسيوية، إلا أنها استمرت بعدها فترة طويلة، وماتزال هناك مؤشرات تؤكد عدم تعافي اليابان كلياً من آثار تلك الأزمة؛ وبسبب شدة هذه الأزمة واستمرارها فترة طويلة، فقد دفع ذلك بعض المفكرين الاقتصاديين البارزين إلى الحديث عن عودة اقتصادات الكساد.[23]

وتعود جذور تلك الأزمة إلى أواخر الثمانينيات من القرن الماضي، حين وصلت أسعار الأسهم والعقارات في اليابان إلى مستويات مرتفعة جداً، فمؤشر السعر/ العائد وصل إلى 60 مرة، وسوق الأسهم اليابانية أصبحت تشكل 45٪ من جملة رأس مال الأسواق العالمية، بالرغم من أن اليابان كانت تنتج 10٪ من الناتج المحلي الإجمالي فقط، وارتفعت أسعار العقارات بمعدلات متسارعة، وأصبح عائد الإيجارات لا يذكر، وقفزت قيمة المتر المربع من الأرض في وسط طوكيو إلى مستويات قياسية، وارتفع مؤشر أسعار الأراضي الحكومية ست مرات خلال الفترة 1985 – 1990.

وكانت مسببات فقاعة اليابان: التوقعات المفعمة والجيدة وتوافر السيولة، وجو التفاؤل ذلك، لم يقصر على الأداء الاقتصادي المستقبلي فحسب، بل شمل أيضاً شعور اليابانيين وشعور الكثير من الدول الأخرى بأن تلك الحقبة هي حقبة اليابان، وبأن هذه البلد هو الأول في العالم، من حيث الإنتاجية والكفاءة والتطوير، والنموذج الذي يحتذى في الأداء الاقتصادي، وقد سُطرت مئات الآلاف من المقالات ونُشرت آلاف الكتب حول معجزة اليابان الاقتصادية وتطورها الصناعي، وكيف أنها خلال سنوات قليلة ستصبح الدولة الأولى في العالم، من حيث حجم الإنتاج ومعدلات الإنتاجية، وقد بلغ معدل النمو الاقتصادي متوسطاً قدره 5,4٪ سنوياً خلال الفترة 1987 – 1990، وخلالها أيضاً كان معدل نمو الإنتاجية يبلغ 4,6٪ سنوياً؛ وهذا ساعد على كبح التضخم.

وبدأت فقاعة السيولة تظهر بعد موافقة اليابان على سياسات لدعم النمو الاقتصادي بعد التباطؤ الاقتصادي العالمي عام 1987، وهو الذي جاء نتيجة معاناة الولايات المتحدة من دولار ضعيف منذ ذلك التاريخ؛ فنتيجة لاتفاقية بلازا عام 1985؛ للتصدي لارتفاع الدولار الذي توصلت إليه الدول الصناعية الكبرى، شعرت الولايات المتحدة بالحاجة إلى مساعدة كل من: اليابان، وألمانيا؛ لحفز النمو الاقتصادي لديها، وبينما ترددت ألمانيا في تقديم مثل تلك المساعدة، فإن اليابان أسرعت إلى الاستجابة لذلك، وقام البنك المركزي لديها بتخفيض سعر الفائدة من 5٪ عام 1985، إلى 2,5٪ عام 1987، وحافظ عليه عند ذلك المستوى حتى عام 1989. وازداد عرض النقود في اليابان بنسبة 10٪ سنوياً خلال الفترة 1987 – 1990، متجاوزاً معدل التضخم الذي كان يبلغ 3٪ سنوياً. وبينما كان العالم ينظر إلى اليابان على أنها تراكم فقاعة للأسهم، وخاصة بعد انهيار سوق البورصة في الولايات المتحدة عام 1987، بنسبة 30٪ بينما لم تتأثر اليابان بذلك، كان اليابانيون يخالفون تلك الآراء ويرون أن ارتفاع أسعار الأصول: (الأسهم والعقارات)، مدعوم بالأساسيات الاقتصادية.[24]

إلاّ أن السلطات اليابانية بدأت منذ عام 1990، بتشديد السياسات النقدية؛ لكبح أسعار الأراضي، وبلغت أسعار الفائدة في ذلك العام 6٪؛ وقد نتج من ذلك انخفاض معدلات الاستثمار التي كانت قد بدأت بالتباطؤ؛ بسبب ظهور الطاقة الإنتاجية الفائضة. ومن الذروة التي وصلتها أسعار الأسهم في نهاية عام 1989، انخفضت الأسعار بنسبة 46٪ في الأشهر التسعة الأولى من عام 1990، وظلت ضعيفة خلال فترة التسعينيات كلها. وانخفضت أسعار الأراضي بنسبة 86٪، مقارنة إلى مستويات الذروة، وكان متوسط معدل النمو الاقتصادي 1٪ خلال الفترة 1991 – 2003، بينما انحدر نمو الإنتاجية إلى الصفر خلال الفترة ذاتها. وقد ولد ضعف الأداء الاقتصادي وانخفاض أسعار الأصول حجماً هائلاً من الديون المعدومة، وأوجد شعوراً بأن القطاع المصرفي قريب من الإفلاس، وأصبحت الديون المعدومة تشكل ما بين 20٪ و25٪ من الناتج المحلي الإجمالي.[25]

والأمر المثير للانتباه في حالة اليابان، أن انهيار الأسهم والعقارات لم يؤدِّ إلى كساد اقتصادي، وظل الكثير من المؤشرات أفضل حالاً مما كان عليه في الولايات المتحدة خلال أزمة الكساد العظيم (1929 – 1933)؛ وأحد الأسباب المهمة لذلك، أن اليابان لم تسمح لمصارفها بالإفلاس أو الإغلاق، وحافظت على ودائع الناس، وقامت في الفترة 1998-1999، بضخ سيولة في المصارف من خلال إصدار الأسهم التفضيلية.

وفي المراحل اللاحقة نشأ تخوف من حدوث انكماش مالي (Deflation)، فقد تزامن في تلك البيئة ضعف الأداء الاقتصادي وانخفاض معدلات التضخم إلى الصفر، وبدء الدخول في مرحلة من الانكماش المالي منذ عام 1995. وبحلول عام 2004، كان مستوى الأسعار في اليابان قد انخفض بمعدل تراكمي يبلغ 10٪ بالرغم من بدء بوادر الانتعاش؛ ويعود جانب من المشكلة في اليابان إلى الخلاف بين الحكومة، والبنك المركزي الذي كان يعارض طبع النقود وضخ مزيد من السيولة في الاقتصاد؛ خوفاً من عودة التضخم ثانية. وإحدى أهم المعضلات في تجربة اليابان مع فقاعة الأصول هي تراكم الديون الحكومية التي تصل الآن إلى حوالي 160٪ من الناتج المحلي الإجمالي.[26]

فقاعة أسهم التكنولوجيا في الولايات المتحدة (2000)

ماتزال أسواق المال تتذكر التحذير الذي أطلقه آلان جرينسبان رئيس مجلس الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي بتاريخ 6 كانون الأول/ ديسمبر عام 1996، بشأن الفورة غير الرشيدة، محذراً من المغالاة في تقويم أسعار الأسهم في الولايات المتحدة. وخلال السنوات اللاحقة واصلت أسواق الأسهم صعودها، وحتى آذار/ مارس عام 2000، تضاعفت قيمة مؤشر ستاندرد آند بورز للشركات الكبرى الخمسمائة في الولايات المتحدة، بينما ارتفعت قيمة مؤشر ناسداك لأسهم شركات التكنولوجيا أكثر من ثلاث مرات.

انفجرت فقاعة الأسهم في الولايات المتحدة في النصف الثاني من عام 2000، وبينما كانت أسواق المال ماتزال تعمل على إعادة ترتيب بيوتها، والاقتصاد يعاني التباطؤ وارتفاع

معدلات البطالة، جاءت أحداث الحادي عشر من أيلـول/ سـبتمبر عـام 2001؛ أي بعـد عام؛ لتزيد الطين بلة، وفي مراحل السوق الدنيا عام 2002، انخفض مؤشر سـتاندرد آنـد بورز للشركات الـخمسمائة بنسبة 50٪، مقارنة إلى الذروة أوائـل عـام 2000، أمـا مـؤشر ناسداك فقد انخفض بنسبة 78٪. وبـدأ الانتعـاش أواخـر عـام 2002، وخـلال الفـترة 2003 – 2007، كان متوسط معدل النمو الاقتصادي يـصل إلى 2,8٪، ووصـلت البطالـة أعلى معدل لها في حزيران/ يونيو عـام 2003، عنـد 6,3٪، ولكنهـا انخفـضت بعـد ذلـك لتصل إلى 4,4٪ عام 2006.[27]

لم تكن آثار هذه الأزمة مشابهة للكساد العظـيم الـذي حـدث في ثلاثينيـات القـرن العشرين أو الركود الاقتصادي في اليابان؛ لأنها رُكِّزت بشكل أسـاسي في أسـهم شركـات التكنولوجيا، كما أن الأزمة لم تكن لها آثار عالمية قوية، ومع ذلك فإن ردة فعـل الـسياسات الحكومية كانت سريعة وقوية؛ ولذا حققت نجاحاً، إلاّ أن محافظـة الاحتيـاطي الفيـدرالي على أسعار الفائدة عند مستويات متدنية فترة طويلة، أسهم من دون شك في إيجـاد فقاعـة ثانية هي أسعار العقارات والمنازل التي كانت تمثل تمهيداً للأزمة المالية الأخيرة.

الأزمات المالية في دول أمريكا اللاتينية

ارتبطت الأزمات المالية في دول أمريكا اللاتينية منـذ أوائـل القـرن التاسـع عـشر بمشكلات المديونية، ومع التطور الاقتصادي لهذه الدول وانفتاحها على العـالم تغـيرت طبيعة تلك الأزمات. وقد شهدت دول أمريكا اللاتينية في مطلع الثمانينيات مـن القـرن العشرين أزمة مالية جديدة ارتبطت أيضاً بالمديونيـة؛ حيـث إن ارتفـاع أسـعار الـنفط وعوامل أخرى أسهمت في تدهور الحساب الجاري لديها، وكان عجز الحساب الجـاري في أمريكا اللاتينية كبيراً في مطلع الثمانينيات، وشكل حوالي 5٪ من الناتج المحلي الإجمالي لتلك الدول؛ ولتمويل هذا العجز لجأت إلى الاقتراض من الخـارج، وكانـت الفـوائض النفطية الوسيلة المثلى لتمويل تلك الاحتياجات، إلا أن هذه لم تأتِ من الـدول النفطيـة

مباشرة وإنما جاءت من خلال أسواق المال؛ وبسبب تغير مسار السياسات الاقتصادية في الولايات المتحدة وبريطانيا منذ مطلع الثمانينيات للتركيز على مكافحة التضخم من خلال الأدوات النقدية؛ أي رفع أسعار الفائدة، فإن الدول المَدينة شهدت ارتفاعاً حاداً في خدمة الدين. وبدأت أزمة المديونية في المكسيك؛ حيث قامت بالإعلان عن عدم قدرتها على تسديد ديونها في آب/ أغسطس عام 1982، وتبعتها الدول الأخرى، إلاّ أن الأزمة سرعان ما حلت في السنة اللاحقة ثم في السنوات التابعة؛ وذلك من خلال برامج الإصلاح الاقتصادي.

أزمة المكسيك (1994 - 1995)

في السنوات التي سبقت الأزمة المالية في المكسيك، كانت المؤشرات الاقتصادية الكلية تبدو جيدة، فقد كان هناك نجاح في محاربة التضخم؛ حيث انخفض من 130٪ عام 1987، إلى 7٪ عام 1994، وكان الاقتصاد ينمو بمعدل يصل إلى 4,4٪، وكانت الموازنة العامة تعاني عجزاً طفيفاً لا يتجاوز 0,7٪ من الناتج المحلي الإجمالي. والشيء الوحيد الذي كانت تعانيه المكسيك، هو العجز في الحساب الجاري الذي بلغ 72٪ من الناتج المحلي الإجمالي، وهذا العجز كان ينبغي تمويله من خلال تدفقات رأس المال من الخارج؛ وهذا زاد المخاطر التي تواجهها المكسيك؛ فأي حركة معاكسة لرأس المال إلى خارج المكسيك كانت ستؤدي إلى تدهور في قيمة العملة، وكان في الكثير من الدول عجز في الحساب الجاري يساوي ذلك الذي تعانيه المكسيك أو يفوقه؛ ولذا فإن المشكلة الحقيقية تمثل بسياسات التحرير المالي التي بدأتها المكسيك في الثمانينيات.

فعندما تخلفت الحكومة عن دفع ديونها في مطلع الثمانينيات، ألقت باللوم على المصارف التجارية؛ ولذا قامت بتأميم جميع تلك المصاريف. وتبنت الحكومة الجديدة التي جاءت عام 1988، سياسات مختلفة قائمة على تحرير القطاع المالي، وقامت – وفق ذلك – بإزالة القيود على الائتمان والإقراض، وسمحت لأسعار الفائدة على القروض بأن تحدد بآلية السوق. وفي عام 1991، أقدمت الحكومة على خصخصة المصارف ونقل الملكية إلى

المواطنين. وبإقناع من الولايات المتحدة وصندوق النقد الدولي قامت الحكومة المكسيكية بفتح حدودها لحركة رأس المال: (تحرير حساب رأس المال)، وقد قامت بتلك الخطوات بسرعة طمعاً في الحصول على عضوية اتفاقية التجارة الحرة لدول أمريكا الشمالية (نافتا NAFTA)، وهي التي أصبحت عضواً فيها عام 1994، وعلى عضوية منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD)، وهي التي حصلت عليها فعلاً في أيار/ مايو عام 1994؛ وقد أدى تحرير حساب رأس المال إلى زيادة تدفق رأس المال إلى المكسيك، وارتفع هذا من 5 مليارات دولار أواخر الثمانينيات إلى أكثر من 20 مليار دولار في مطلع التسعينيات.[28] ودفع تدفق رأس المال من الخارج المصارف إلى التوسع في الائتمان للقطاع الخاص الذي ارتفع من 10٪ من الناتج المحلي الإجمالي عام 1988، إلى أكثر من 40٪ عام 1994؛ وبسبب وجود العلاقة القديمة بالحكومة، قامت هذه البنوك بتوجيه حوالي 50٪ من الائتمان للمؤسسات الحكومية.

وإلى جانب هذه العوامل المتصلة بالقطاع المصرفي كانت هناك عوامل أخرى سياسية؛ منها: الاضطرابات السياسية في المكسيك بعد اغتيال أحد المرشحين لانتخابات الرئاسة في آذار/ مارس عام 1994، ومقتل الأمين العام للحزب الثوري المؤسَّسي في أيلول/ سبتمبر عام 1994، وازدياد الاضطرابات والتمرد في ولاية تشياباز. وتزامنت هذه التطورات الداخلية وتطورات خارجية فاقمتها؛ ومنها: ارتفاع أسعار الفائدة في الولايات المتحدة بدءاً من شباط/ فبراير عام 1994؛ لمكافحة التضخم؛ حيث وضع ذلك ضغوطاً تصاعدية على أسعار الفائدة في المكسيك؛ ولأن جزءاً كبيراً من القروض للقطاع الخاص وللقطاع العائلي كان قصير الأجل، فقد تأثرت هذه التقلبات بأسعار الفائدة؛ وهذا أوجد اضطراباً في تمويل المؤسسات الخاصة؛ ونتيجة لذلك، انخفضت أسعار الأسهم في البورصة بنسبة 20٪ بحلول أيلول/ سبتمبر عام 1994، مقارنة إلى أسعار الذروة، وبحلول آذار/ مارس عام 1995، انهارت العملة بنسبة 50٪؛ فزاد هذا مديونية القطاع الخاص الذي كان يقترض بالدولار، كما أدى إلى ارتفاع قيمة الواردات، وقاد إلى ارتفاع معدلات التضخم؛ وهذا أدى أيضاً إلى تدهور في أسواق البورصة بنسبة 30٪ تقريباً.[29]

لم تستطع الولايات المتحدة تحمل مشكلة بهذا الحجم لدولة جارة تشترك معها في حدود طويلة؛ ولذا بدأت وزارة الخزانة الأمريكية مناقشة حزمة إنقاذ مالي مع الحكومة المكسيكية مقدارها 18 مليار دولار تقدم نصفها الولايات المتحدة، والنصف الآخر يأتي من صندوق النقد الدولي، إلا أن هذه الصفقة كان يجب أن تحصل على موافقة الكونجرس؛ وبسبب طول الجدال والنقاش في الكونجرس تأخرت الصفقة؛ فأدى هذا إلى مضاعفة قيمتها؛ بسبب تدهور الوضع الاقتصادي وازدياد الخسائر، وعندما تمت الموافقة أخيراً على حزمة الإنقاذ بتاريخ 21 شباط/ فبراير عام 1995، كانت قيمتها قد بلغت 50 مليار دولار قدمت الولايات المتحدة منها 20 ملياراً، بينما قام بتوفير الباقي صندوق النقد الدولي والمؤسسات الدولية الأخرى والمؤسسات المالية العالمية؛ وكان الهدف من هذه الأموال، تحقيق الاستقرار الاقتصادي من خلال دعم العملة المحلية وتعزيز النظام المصرفي؛ ووفق تلك المعايير نجحت الصفقة في تحقيق أهدافها؛ إذ استقرت أسعار صرف البيسو عند 6 بيسو للدولار (كانت قبل ذلك 3,1 بيسو للدولار)؛ أي حوالي نصف القيمة التي كانت سائدة قبل ذلك. واستمر إنقاذ المصارف خلال الفترة 1995–2001؛ حيث تم بيع بعض البنوك أو إغلاقها، وتعزيز الملاءة المالية للبنوك الأخرى لترتقي إلى المستويات العالمية، وقدرت صفقة إنقاذ البنوك بما يقرب من 20٪ من الناتج المحلي الإجمالي.[30]

الأزمة المالية في الأرجنتين (2001 - 2002)

بدأت قصة الأرجنتين بالخطة الطموح التي وضعها الرئيس كارلوس منعم عام 1991؛ حيث تمكن بمساعدة وزير ماليته دومنجو كفالو من وضع خطة إصلاح اقتصادي قامت على أربعة أركان: التحكم في التضخم، وإصلاح "النظام المصرفي والمالي"، وإدخال قدر من المرونة إلى الاقتصاد وسوق العمل، وتعزيز المالية العامة للحكومة؛ وقد استطاعت الخطة تحقيق الهدفين الأولين في المرحلة الأولى، ولكنها لم تتمكن من تحقيق الهدفين اللاحقين؛ فأدى هذا إلى انهيار الاقتصاد الأرجنتيني في النهاية؛ فمعدل التضخم الذي بلغ 2300٪ عام 1990، تم تخفيضه إلى حوالي 5٪ عام 1994، كما ارتفع معدل النمو الاقتصادي خلال الفترة 1991 – 1994، إلى حوالي 7,6٪ سنوياً.

وعند انهيار العملة المكسيكية سارع الناس إلى تبديل البيسو الأرجنتيني بالدولار الأمريكي؛ خوفاً من انتقال العدوى؛ وقد دفع ذلك البنك المركزي الأرجنتيني إلى بيع الدولار وشراء البيسو في السوق؛ فأدى هذا إلى انخفاض عرض النقود وشحّ السيولة، وأدى هذا بالضرورة إلى ارتفاع أسعار الفائدة؛ وبسبب تزايد القلق وعدم التيقن فقد تسارع الناس إلى سحب ودائعهم من المصارف التجارية؛ فسبب هذا أزمة مصرفية (Bank Run). وبالرغم من صفقة الإنقاذ التي قدمها صندوق النقد الدولي، فإن ارتفاع أسعار الفائدة وانخفاض الودائع ألجأ البنوك إلى التقليل من حجم الإقراض، وقد أثر ذلك في الاقتصاد الحقيقي؛ حيث دخل الاقتصاد الأرجنتيني مرحلة ركود منذ عام 1995، وحقق معدل النمو الاقتصادي مستويات سالبة في ذلك العام (- 2,8٪).[31]

قامت الحكومة الأرجنتينية بعد ذلك، بمحاولة طموح لإصلاح النظام المصرفي والمالي، فقامت خلال الفترة 1995 - 2000، بإغلاق عشرين مصرفاً متعثراً؛ وأدت عمليات دمج المصارف إلى تخفيض عددها من 166 مصرفاً عام 1994، إلى 89 مصرفاً عام 2000، كما قامت بخصخصة 16 مصرفاً حكومياً، وشجعت أيضاً، على دخول المصارف الأجنبية التي ازدادت حصتها من العمل المصرفي من 15٪ عام 1994، إلى 70٪ عام 2000؛ وقد أدت هذه الإصلاحات كلها إلى بروز الأرجنتين واحداً من أفضل الاقتصادات الناشئة؛ وفق معيار النظم المصرفية بعد سنغافورة.

ومع بدء الأزمة المالية في آسيا، ضربت الأرجنتين صدمات سلبية عدة، فمنذ منتصف عام 1997، عاود سعر صرف الدولار الأمريكي ارتفاعه؛ فسبب هذا صدمة لسعر صرف البيسو الأرجنتيني؛ بسبب ارتباطه به، وبحلول عام 1999، كان الدولار الأمريكي قد ارتفع بنسبة 15٪؛ وهذا أثر في صادرات الأرجنتين، وكانت الصدمة الثانية في انخفاض الطلب على الصادرات الأرجنتينية؛ مثل: القمح والذرة والألمنيوم، ومثلت الصدمة الثالثة بالأزمة الروسية عام 1998، وهي التي أدت إلى انخفاض تدفق رأس المال الأجنبي، أما الصدمة الرابعة فحصلت حين عانت البرازيل، أهم الشركاء

التجاريين للأرجنتين، مشكلات في عملتها؛ وقد تفاقمت الأوضاع أكثر؛ بارتفاع الدولار الأمريكي بنسبة 10٪ خلال عام 2000 - 2001، وبحلول عام 2000، قدر أن قيمة البيسو الأرجنتيني هي أكثر من القيمة التوازنية بنسبة 20٪ على الأقل؛ وقد أدت هذه العوامل إلى ارتفاع أسعار الفائدة.[32]

حاولت الحكومة التصدي للوضع من خلال تعيين كفالو وزيراً للاقتصاد، وقد قام هذا بإدخال الكثير من الإصلاحات المالية والاقتصادية؛ ولبيع المزيد من السندات الحكومية التي لم تعد تجد من يشتريها من عامة الناس، قام بإقناع المصارف التجارية بشرائها وقام - مقابل ذلك - بإرخاء الكثير من التشريعات المفروضة سابقاً. وفي 23 كانون الأول/ ديسمبر عام 2001، قامت الحكومة بتعليق دفع ديونها الخارجية مدة شهرين، وبدأت الحكومة تفقد احتياطياتها من العملات الأجنبية؛ وهذا دفع الحكومة إلى تخفيض قيمة العملة بنسبة 40٪؛ أي: (1,4 بيسو لكل دولار)؛ وقد أدى ذلك إلى انهيار العملة في المراحل اللاحقة؛ حيث بلغت قيمتها أقل من 0,30 من الدولارات بحلول حزيران/ يونيو عام 2002، وانخفاض العملة أدى إلى ارتفاع التضخم؛ وهذا أدى إلى زيادة التوقعات بارتفاع أسعار الفائدة، وانخفاض قيمة البيسو كان له آثار مدمرة في موازنات البنوك التجارية؛ لأن معظم ديونها كان بالدولار. ولم يخفف من حدة الأزمة إقدام الحكومة على خطوة خطيرة، مثلت بتحويل جميع الديون الصادرة بالدولار إلى بيسو بأسعار الصرف الرسمية؛ أي: (بيسو واحد لكل دولار)، وحولت الودائع التي لدى المصارف بسعر صرف أعلى (1,4 بيسو لكل دولار)، إلاّ أن هذا القرار زاد سوء أوضاع المصارف خاصة؛ بسبب وجود ديون لها بالدولار لمقرضين خارجيين، كما قامت الحكومة بالتعامل وحاملي السندات الحكومية بالطريقة نفسها، وتقدر قيمة هذه السندات بحوالي 90 مليار دولار؛ حيث وافقت الحكومة على دفع قيمة السندات بالبيسو، وقيمة البيسو كانت تساوي ما بين 0,25 و0,30 من القيمة الاسمية للدولار.[33]

الفصل السابع

الأزمات المالية وإعادة صوغ النظام المالي العالمي

مثلما أسرع معظم دول العالم إلى التصدي للأزمة المالية العالمية من خلال استخدام الأدوات المالية والنقدية غير التقليدية التي استهدفت وقف النزف المالي والانهيار المروع والسقوط السريع للمؤسسات والشركات، وضخ السيولة؛ لمحاولة إعادة تدوير عجلة الاقتصادين الوطني والعالمي، فإن الكثير من الدول قد بدأ يعطي التصدي للأسباب الحقيقية التي أدت – وماتزال تؤدي – إلى الأزمات المالية المتكررة، اهتماماً أكبر، وقد شملت هذه الأفكار تصورات كثيرة تحاول مقاربة قضايا قديمة جديدة؛ مثل: السيولة الدولية، وإصلاح النظام المالي العالمي، وإعادة النظر في الهيكل والطرائق والصلاحيات في عمل المؤسسات المالية الدولية التي أنيط بها التنظيم والرقابة على عمل المؤسسات المالية والاقتصاد العالمي، وامتدت قائمة الإصلاح؛ لتشمل قضايا أخرى لا تقل أهمية؛ مثل: تنظيم الرقابة والإشراف على المؤسسات المالية، وخاصة شبه المصرفية، ومدى القانونية والشرعية لبعض المؤسسات والتجمعات الدولية التي أوكل إليها وضع المعايير والمقاييس، مثل: منتدى الاستقرار المالي (FSF)، وبنك التسويات الدولية (BIS)، وغيرهما.

وهناك تباين كبير في برامج الإصلاح المطروحة وأولوياتها، لا ضمن المعسكرين المتعارضين تقليدياً: الدول المتقدمة والدول النامية فحسب، بل إن الخلاف يمتد حالياً داخل كل معسكر أيضاً، وخاصة ضمن الدول الصناعية، وفي القضايا المتعلقة بالسيولة وإنشاء عملة دولية جديدة وإعادة هيكلة صندوق النقد الدولي، فإن الخلاف يتعمق بين الولايات المتحدة وأوربا، وفي القضايا المتعلقة بعدم التوازن المالي العالمي (Global Imbalance)، فإن الخلاف يشتد بين الولايات المتحدة والصين؛ حيث تميل الأولى إلى اتهام الثانية بأنها السبب الرئيس في هذا الاختلال؛ بسبب سياسات أسعار صرف العملة التي تتبعها، والتي تستهدف

تشجيع الصادرات، بينما تدافع الصين عن نفسها بالقول: إن جشع الولايات المتحدة واتجاهها لإغراق العالم بالائتمان الرخيص؛ هما السبب في نشوء فقاعات الأصول وانفجار الأزمات المالية.

إن جذور الخلافات تلك - في واقع الأمر - ليست كلها صراعاً على المصالح فحسب، وإنما ترجع في جانب منها إلى التغيرات التي طرأت على الفكر الاقتصادي والفرضيات التي تقوم عليها سياسات الدول؛ فالأزمة المالية العالمية الأخيرة لم يقصر ضحاياها على المؤسسات في القطاع المالي، بل إنها شملت أيضاً، الكثير من الأفكار والنظريات الاقتصادية التي ظلت مسيطرة على بيئة اتخاذ القرار، فترة ليست قصيرة من الزمن، وإحدى هذه الفرضيات المهمة التي وقعت صريعة الأزمة، هي فرضية السيادة المطلقة للسوق وقدرتها على الإصلاح وتصحيح الذات من خلال آلية السعر، والفرضية الثانية هي ما يطلق عليه التوقعات الرشيدة (Rational Expectation)، وهي النظرية التي تقوم على أساس أن جميع المتعاملين في السوق، من البائعين والمشترين والمستثمرين والعمال، يتخذون قراراتهم؛ وفق أسس رشيدة، وبناءً على خبراتهم السابقة والمعلومات المتاحة لهم، وهي تفترض - وفقاً لذلك - أن مجموع كل القرارات التي يتخذها الأفراد والمؤسسات، بعد تصفيتها من خلال مؤسسات السوق الداخلية والسوق الذاتية، لا يمكن أن يكون خاطئاً بشكل منتظم، ولم تنسف الأزمة المالية الأخيرة أسس هذه الفرضيات وترميها في دائرة الشك فحسب، وإنما عملت أيضاً، على إعادة الحسبان إلى النظريات التي كانت تنادي بدور بنّاء وفعل إيجابي للحكومة؛ بوصفها مشرّعاً ومنظماً ومراقباً ومشاركاً في السوق أيضاً وقت الحاجة، وخاصة في فترات نقص الطلب الفعال.

لقد أعادت الأزمة الأخيرة - على وجه الخصوص - الحسبان إلى النظرية الكينزية، لا في ضرورة دور الحكومة في إيجاد الطلب الفعال فحسب، وإنما في تفسير الأزمات المالية والاقتصادية وكيفية حدوثها؛ ومن ثم القيود والحدود على القدرات الإنسانية في تجنب مثل تلك الأزمات بشكل كامل، وفي محاولة جديدة، قام اقتصاديان بارزان بإعادة إحياء

التفسير الكينزي لتلك الأزمات، من خلال شرح السلوك الإنساني؛ وفق المبدأ أو النظرية اللذين يسميان "النوازع الحيوانية" (Animal Spirits)؛[1] فالكثير من القرارات والمبادرات التي يتخذها الأفراد، يكون دافعهم إليه الطمع والجشع وحب الذات والرغبة في التملك؛ ولذا، فهم يحاولون كل يوم اقتناص الفرص الجديدة أو الاستفادة من المبادرات المتاحة، وروح المغامرة وحب المخاطرة هذان هما اللذان يعملان على تقدم الإنسانية وإيجاد المبادرات والتحديثات، لا في الصناعات والمبتكرات العلمية فحسب، وإنما أيضاً في المجالات المالية والإدارية وتجنب المخاطر، إلاّ أن القرارات التي يتخذها الأفراد ليست كلها قرارات رشيدة بالضرورة؛ فالطمع والجشع وحب التربح السريع أمور تدفع الأفراد والمؤسسات إلى اتخاذ قرارات خاطئة ومتعجلة؛ وهذا يولد الأزمات. وبالرغم من أن الأفراد والمؤسسات يسعون لإصلاح أخطائهم وتجنب تكرارها، من خلال إدخال الكثير من التنظيمات والتشريعات والضوابط الجديدة، فإن الروح المفعم بالحيوية والنشاط لدى الكائن الحي؛ يسبب تكرار أخطائه وعودته إلى المبالغة في التقدير أو تحمل المخاطر؛ ومن ثم تكرار الأزمات.

هل الأزمات المالية - وفقاً لذلك - قدر محتوم ومصير لازب؟ بالطبع لا، إلاّ أن فحوى التحول الفكري، يمثل بأنه لا يمكن الركون إلى السوق وحدها؛ بوصفها تصحح نفسها آلياً، وأن جهود الحكومات ضرورية لاستحداث الإصلاحات وضمان نفاذها وتطبيقها، أما الحديث عن الإصلاحات فليس جديداً؛ ففي أعقاب كل أزمة دولية يكثر الحديث وترتفع الأصوات المطالبة بإصلاح الخلل في النظام المالي العالمي؛ بوصفه صمام الأمان لعدم تكرار وقوع الصدمات العنيفة للاقتصاد العالمي والمؤسسات المالية؛ ونظراً إلى الاتساع والتنوع في برامج الإصلاح المقدمة من دول ومنظمات إقليمية ودولية، فإن تركيزنا هنا سيكون على ثلاث قضايا مهمة؛ هي: قضية السيولة الدولية، وقضية إصلاح النظام المالي العالمي، وقضايا التشريع والتنظيم والرقابة على القطاع المالي.

السيولة الدولية

في كل مرة تقع أزمة مالية عالمية يشار إلى السيولة الدولية (International Liquidity)، بأنها أحد أهم العوامل التي تقف وراء تلك الأزمات وتفاقمها، وبالرغم من الاقتراحات الكثيرة التي تطرح لحل معضلة سيطرة الدولار الأمريكي على الاحتياطيات الدولية، فإنها لم تحقق حتى الآن حلولاً جذرية، أو ما يمكن عده حلولاً واقعية وعملية، وقد أوضحنا في الفصل الثالث من هذا الكتاب، تطور مفهوم عملات الاحتياطي الدولية والتحولات التي طرأت عليها منذ أواخر القرن التاسع عشر، ولا ننوي هنا إعادة ذلك الحديث، إلا أنه من المهم هنا التطرق إلى الجهود الدولية الماضية والحالية؛ للتصدي لقضية السيولة الدولية، وأهم الإنجازات التي تمت بهذا الشأن، وأهم العوائق للوصول إلى حلول مهمة لها.

ومثلما أن البشر في أي دولة يحتاجون إلى عملة محلية تقوم بوظائف أساسية، وهي أن تكون وحدة قياس ومخزناً للقيمة ووسيطاً للتبادل، فإن الدول تحتاج إلى عملة عالمية تقوم بتلك الوظائف؛ من أجل تسهيل حركة التجارة الدولية، وإيجاد معيار مقبول ومنهج معقول تقاس بهما السلع والخدمات المختلفة، والسيولة الدولية، وتقوَّم من وجهة نظر أي دولة هي مسمى آخر للاحتياطيات التي تمثل الأصول التي تمتلكها السلطات النقدية والتي يمكن استخدامها لتمويل العجز في ميزان المدفوعات، وقد تغير مفهوم هذه الأصول؛ ومن ثم طبيعة "السيولة الدولية" بمرور الوقت، وقبل الحرب العالمية الأولى كانت القيود المهمة على الاحتياطيات هي كمية الذهب التي تحتفظ بها البنوك المركزية، والقيود على نمو مخزون الذهب بمرور الزمن، وقد جاء مؤتمر جَنَوا عام 1922؛ لمحاولة تخفيف القيود على الذهب؛ ومن ثم زيادة السيولة الدولية من خلال تشجيع الدول الصناعية على الاحتفاظ باحتياطيات على شكل مطالبات على المراكز المالية؛ أي على عملات الدول الرئيسة الأخرى.

وقد أظهرت أزمة الكساد العالمي العظيم، أهمية السيولة الدولية مرة أخرى، وخطورة لجوء الدول إلى تصحيح العجز في موازين مدفوعاتها، من خلال السياسات الحمائية، ووضع القيود على حركة التجارة الدولية؛ بسبب جمود نظام قاعدة الذهب. وخلال المفاوضات التي تمت عقب الحرب العالمية الثانية، والتي استهدفت إقامة نظام مالي عالمي جديد، كانت قضية السيولة الدولية وعملات الاحتياطي من القضايا المهمة التي تناولتها محاولات إعادة صوغ النظام الدولي، وكان من أهم الاقتراحات المطروحة في ذلك الوقت، الاقتراح الذي تقدم به الاقتصادي البريطاني جون ماينرد كينز، وهو الذي تضمن إنشاء بنك عالمي أطلق عليه اتحاد المقاصة الدولية (International Clearing Union)، يُسمح له بإصدار عملته الذاتية التي أطلق عليها بنكور (Bancor)، والتي يمكن تبديل العملات المحلية للدول بها؛ وفق نظام سعر صرف ثابت؛ ووفق ذلك الاقتراح فإن كل دولة تُمنح تسهيلات للسحب على المكشوف بحسابها بالبنكور في ذلك البنك، وهذا يعادل لكل دولة، نصف متوسط قيمة تجارتها الدولية خلال آخر خمس سنوات؛ ولضمان عمل هذا النظام، ينبغي وجود حوافز قوية؛ لتصفية حساب كل دولة بالبنكور في نهاية العام؛ أي عند الانتهاء بعدم وجود فائض أو عجز في التجارة الدولية لها.

ولضمان تحقيق ذلك، اقترح كينز أن أي دولة تحقق عجزاً في الميزان التجاري يعادل نصف حقوقها في السحب على المكشوف، يفرض عليها سعر فائدة، كما تلتزم تخفيض سعر صرف عملتها، وتمنع من تصدير رأس المال، كما اقترح أن تكون الدول التي تحقق فائضاً كبيراً في الميزان التجاري، عرضة للضغوط ذاتها؛ فأي دولة يكون لديها فائض يعادل أكثر من نصف حجم التسهيلات الائتمانية المقدمة لها في حساب البنكور، يفرض عليها سعر فائدة يعادل 10٪، كما يفرض عليها رفع سعر صرفها مقابل البنكور؛ من أجل السماح بتصدير رأس المال منها، أما زيادة حساب الائتمان لأي دولة في نهاية العام على التسهيلات الممنوحة لها فتتم مصادرتها من البنك.

وقد لاقت فكرة كينز قبولاً لدى الكثير من المفكرين الاقتصاديين، وتبنتها الحكومة البريطانية ورأت أن الموقف الرسمي لها كان في مفاوضات مؤتمر بريتون وودز، إلاّ أن

تلك الأفكار واجهت معارضة من الولايات المتحدة التي اقترحت عبر ممثلها في المفاوضات هاري ديكستر وايت، إنشاء صندوق للاستقرار الدولي يضع العبء كله على الدول ذات العجز، ولا يفرض قيوداً أو حدوداً على الدول ذات الفائض، كما اقترحت إنشاء بنك دولي لإعادة الإعمار والتنمية، تكون مهمته الإسهام في توفير رأس المال؛ لبناء ما دمرته الحرب العالمية الثانية، وقد انتصر موقف الولايات المتحدة، وأنشئ صندوق أطلق عليه "صندوق النقد الدولي"، وأنشئ إلى جانبه البنك الدولي وذراعه البنك الدولي؛ لإعادة البناء والتعمير.[2]

وفي ظل النظام القديم لبريتون وودز بعد الحرب العالمية الثانية، كانت الدول بحاجة إلى بناء احتياطيات من العملات الأجنبية لمعالجة العجز في الحساب الجاري، وكانت عملة الاحتياطي الوحيدة هي الدولار القابل للتحويل إلى ذهب عند الطلب. وبعد انهيار هذا النظام في آب/ أغسطس عام 1971، بدأ العالم يشهد تعويم العملات الرئيسة (Floating)، وهو الذي في ظله بدأت الحاجة إلى بناء الاحتياطيات تخف قليلاً، وفي الأيام الأولى من نظام العملات المعومة، استخدمت الدول الاحتياطيات من العملات الأجنبية للتدخل في أسواق العملات وحماية أسعار الصرف بطرائق جلية أو أساليب خفية. وبمرور الوقت أصبحت الدول ذات الاقتصادات الكبيرة معتادة على إدارة اقتصاداتها وعملاتها؛ ومن ثم انخفضت حاجتها إلى بناء احتياطيات من العملات الأجنبية، كما انخفض تدخلها في سوق العملات الأجنبية، وفي الحالات التي تعرضت فيها أسعار الصرف لتقلبات حادة، كانت البنوك المركزية تتدخل؛ للحد من ذلك أو لتصحيحه، إلاّ أن الكثير من الاقتصادات الناشئة والدول النامية، استمر في ربط العملات بإحدى العملات الرئيسة، وخاصة الدولار لعوامل كثيرة؛ منها: المحافظة على الاستقرار المالي، وتقليل الحاجة إلى استخدام أدوات الاقتصاد الكلي لإدارة التقلبات الحادة والصدمات في الأسواق العالمية، وقبل ذلك، كسب الثقة بالاستقرار والثبات، من خلال الارتباط باقتصاد عالمي كبير يملك عملة مستقرة.

وفي الفترة التي سبقت انهيار نظام بريتون وودز، وخاصة في الستينيات من القرن الماضي، كثر الحديث والنقاش حول قضية السيولة الدولية، واحتمالات شح هذه السيولة في أوقات الأزمات، ومدى كفايتها لتمويل النمو الاقتصادي العالمي، وتزايد حجم التجارة الدولية؛ وقد كان المسبب الرئيس لعودة هذا الجدل، الدراسة التي نشرها الاقتصادي البلجيكي - الأمريكي روبرت تريفين (Robert Triffin) عام 1960، حول صعوبات اتخاذ عملة وطنية لأي دولة؛ بوصفها عملة الاحتياطي الدولي؛ بسبب الآثار التي تخلفها في ميزان المدفوعات بشكل عام، والحساب الجاري بشكل خاص، وتقضي الطبيعة الدولية للعملة خروجها إلى دول العالم الأخرى من دون قيود، إلاّ أن العجز الذي يمكن أن تراكمه الولايات المتحدة، يتطلب مزيداً من هذه العملة في الداخل في الوقت ذاته.

وقد شعرت دول العالم أنها - بوصفها مجموعة - إذا لم يكن لديها ما يكفي من السيولة لتمويل العجز في ميزان المدفوعات التي قد يحققه بعضها، فإن هذا قد يدفعها إلى مراكمة الاحتياطيات المالية؛ وهذا سيعيق حركة النمو ويقود الاقتصاد العالمي إلى الجمود، وقد غدت هذه القضية أحد المحاور المهمة في الدبلوماسية المالية الدولية في حقبة الستينيات؛ وهو ما أدى إلى الدعوة إلى تعديل النظام الأساسي لصندوق النقد الدولي؛ للمساعدة في إيجاد نوع جديد من السيولة، يمثل باستحداث وحدات حقوق السحب الخاصة SDR (Special Drawing Rights).[3]

وحدات حقوق السحب الخاصة

قررت الدول الأعضاء في صندوق النقد الدولي عام 1969، إنشاء أصل احتياطي جديد أطلق عليه وحدات حقوق السحب الخاصة (SDR)؛ وكان السبب الرئيس لإنشائها، الرغبة في استحداث آلية لإيجاد احتياطي دولي يكمل الأصول الاحتياطية القائمة، وفي الستينيات من القرن الماضي، كانت هذه الاحتياطيات تتكون من الذهب، والدولار الأمريكي الذي كانت الكمية المعروضة منه تقيد بنظام بريتون وودز القائم على أساس أسعار الصرف الثابتة، ورأى الكثير من الدول في تلك الوحدة وكأنها إعادة لإحياء

فكرة كينز حول عملة البنكور، والتي يمكنها أن تكون عملة عالمية، ولكن؛ لأن عدداً قليلاً من الدول كان راغباً في منح الصندوق حق طباعة النقود نيابة عنه، فإن وحدات حقوق السحب الخاصة، تم اختراعها لا بافتراض أنها نقود بالمعنى المصطلح عليه، ولا على أنها مطالبات على صندوق النقد الدولي، وإنما كانت خط ائتمان، يتم منحه من أعضاء الصندوق بعضهم بعضاً، وبإمكان كل دولة استبدال العملات الصعبة بحصتها من الوحدات، إلاّ أن التحويل في واقع الأمر، قصر على العملات الرئيسة الأربع المكونة لقيمة حقوق السحب الخاصة؛ وتفسر الميول المحافظة لدى الدول الكبرى صاحبة هذه العملات الرئيسة المكونة لقيمة وحدات حقوق السحب الخاصة في منح الائتمان، ظاهرة عدم التوسع في استخدام هذه الوحدات وجمودها؛ أي عدم تطورها لتصبح عملة فعلية.

لقد حُسبت قيمة وحدة السحب الخاصة وقت إنشائها بأنها تساوي 0,888671 جراماً من الذهب الخالص، وهو الذي كان يساوي وقتذاك دولاراً واحداً، وبعد انهيار نظام بريتون وودز، أعيد تقويم وحدات حقوق السحب الخاصة؛ وفق قيمة العملات الأربع الرئيسة في العالم، وهي: الدولار الأمريكي، واليورو، والجنيه الإسترليني، والين الياباني. ويتم تغيير حصة كل عملة من مكونات السلة المحددة لقيمة وحدات حقوق السحب كل خمس سنوات؛ لضمان تمثيلها للواقع القائم، ويحدد سعر الفائدة على وحدات السحب أسبوعياً؛ وفق المتوسط المرجح لأسعار الفائدة على السندات الحكومية التي تكون مدتها ثلاثة أشهر للعملات المكونة للسلة.[4]

وتقوم وحدات حقوق السحب الخاصة حالياً بوظيفتين: الأولى هي الوظيفة الحسابية، وقيمتها تحدد على أنها سلة بأوزان لأربع عملات، ومكونات هذه السلة حالياً هي 44٪ للدولار الأمريكي، و34٪ لليورو، و11٪ لكل من: الين الياباني، والجنيه الإسترليني، وتساوي القيمة الحالية للوحدة حوالي 1,50 من الدولارات الأمريكية، وهذه القيمة تتقلب بتقلب قيمة العملات المكونة لها؛ وهذا يعني أن وحدات حقوق السحب الخاصة ليست عملة في ذاتها، وإنما هي مشتقة من العملات الأخرى المكونة لها،

وبالإمكان استخدام وحدات حقوق السحب الخاصة؛ بوصفها وحدة حساب؛ ففي الصفقات والقروض والعقود يتم عادة استخدام عملة؛ مثل: الدولار أو الين أو اليورو، ولكن يمكن أيضاً، استخدام وحدات حقوق السحب؛ من أجل توزيع المخاطر بين العملات الأربع المكونة لها.

الوظيفة الثانية التي تقوم بها هذه الوحدات، هي أن تعد خط ائتمان للدول الأعضاء في صندوق النقد الدولي، والصندوق – حتى قبل نشوء الأزمة المالية العالمية – قام بتخصيص ما قيمته 21,3 مليارا من وحدات حقوق السحب الخاصة للدول الأعضاء بشكل يتناسب وحصصهم. وإذا ما احتاجت دولة ما – ولتكن (س) – إلى عملة صعبة؛ بسبب المصاعب في ميزان مدفوعاتها، فإنها تطلب من الصندوق أن يدفع لها مبلغاً معيناً من حصتها بوحدات السحب الخاصة بالدولار أو بأي عملة صعبة لدولة أخرى (ص). ويقوم الصندوق بتسجيل دين على الدولة (س)، بمقدار ذلك المبلغ، وليكن 100 مليون من وحدات حقوق السحب الخاصة، وائتمان للدولة (ص) بالمبلغ نفسه، وبالمقابل تقوم الدولة (ص)، بتسليم الصندوق ما يعادل 100 مليون وحدة من حقوق السحب من عملتها، والصندوق – من ثم – يقوم بتسليمها للدولة (س)؛ وبهذا، فإن الصندوق يتصرف وكأنه وسيط للائتمان بين الدولة ذات الفائض والدولة ذات العجز، وحساب الائتمان والدين، يتحمل سعر فائدة يرتبط بتلك التي تفرض على السندات في الدول الغنية، والدول المستدينة تدفع عادة أسعار فائدة مرتفعة، إذا ما قررت الذهاب إلى السوق الخاصة: (المصارف أو المؤسسات المالية)؛ ولذا، فإن خط الائتمان الذي يوفره الصندوق يشكل إقراضاً رخيصاً نسبياً، وكأنه اقتراض بأسعار مدعومة، وبالطبع، فإن خط الائتمان هذا، يضيف شيئاً إلى القوة الشرائية للدولة المقترضة، علماً أن مثل هذا الاقتراض لا يخضع للمشروطية (Conditionality)، التي تطبق على الأنواع الأخرى من القروض التي يمنحها صندوق النقد الدولي.[5]

وهناك نوعان من التخصيص لوحدات حقوق السحب الخاصة: التخصيص العام (General Allocation)، وهو يبنى على الحاجة المتوقعة في الأجل الطويل لدعم الأصول

الاحتياطية الحالية، والتخصيص الأول لهذه الوحدات، تم وفق دفعات متساوية في كانون الثاني/ يناير من الأعوام: 1970 و1971 و1972، وكان المبلغ الإجمالي لها 9,3 مليارات وحدة من حقوق السحب الخاصة، والتخصيص الثاني، وهو الذي كانت قيمته الإجمالية 12,1 مليار وحدة، حدث أيضاً؛ وفق ثلاث دفعات سنوية متساوية في كانون الثاني/ يناير من الأعوام: 1979 و1980 و1981؛ ومن ثم جعل مقدار الوحدات المخصصة 21,4 مليار وحدة، وبعد ذلك، لم يتم تخصيص أي وحدات؛ والسبب الرئيس هو بروز العملات الرئيسة المعومة الذي تخفض الحاجة إلى وجود العملات الاحتياطية، والسبب الآخر هو الخوف من أن زيادة كمية وحدات حقوق السحب الخاصة، قد تزيد التضخم وخاصة في ظل تبني النظرية النقدية وانتقال الاهتمام في السياسات الاقتصادية؛ نحو استهداف التضخم من البنوك المركزية الرئيسة.[6]

وبعد الأزمة المالية الآسيوية عام 1997، أعاد الصندوق احتساب تخصيص جديد، من خلال التعديل الرابع على اتفاقية إنشاء الصندوق، وكان من المفترض أن يؤدي هذا التخصيص إلى مضاعفة وحدات الحقوق إلى 42,8 مليار وحدة، وأن يأخذ هذا التخصيص في الحسبان التغيرات التي طرأت على هيكل الاقتصاد العالمي، وبروز الاقتصادات الناشئة، وخاصة أن الأعضاء الجدد، وهم الذين يقدر عددهم بخُمس العدد الكلي للأعضاء في الصندوق، لم يتم منحهم أي حصص، وكان مفترضاً أن يصبح هذا التخصيص نافذاً بموافقة ثلاثة أخماس الأعضاء عليه؛ أي 111 دولة، وبمجموع حصص لا تقل عن 85٪ من القوة التصويتية، وفي واقع الأمر – حتى وقوع الأزمة المالية – كانت قد وافقت على المشروع 131 دولة، بقوة تصويتية 77,68٪؛ وبسبب عدم موافقة الكونجرس الأمريكي على المشروع: (الولايات المتحدة لديها حصة في الصندوق تبلغ 16,6٪)، فقد تم تجميده.

وقد جددت الأزمة المالية العالمية الأخيرة الاهتمام مرة أخرى بقضية السيولة الدولية، وبضرورة وجود عملة دولية، وبمسألة هل كان بالإمكان التوسيع والتقوية للدور الذي

يمكن أن تقوم به وحدات حقوق السحب الخاصة؟ وقد أقنعت هذه الأزمة الدول الكبرى، وخاصة الولايات المتحدة، بضرورة وجود تخصيص جديد، ووافقت – من حيث المبدأ – على إصدار جديد، قيمته 500 مليار من وحدات حقوق السحب الخاصة، وهذا يشكل جزءاً من حزمة تحفيزية عالمية بمقدار تريليون دولار.

تقليص دور الدولار

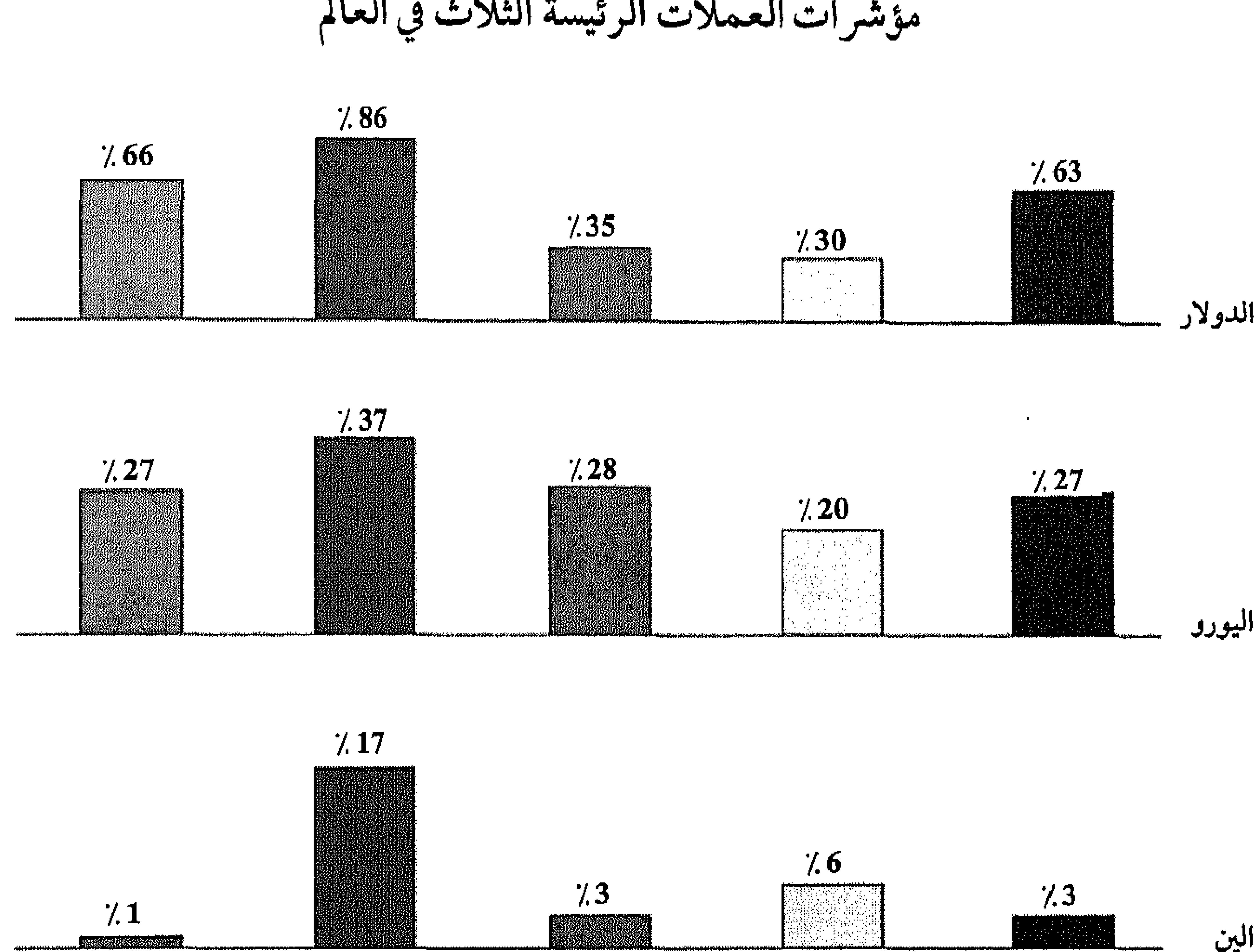
عبّرت الصين عن طريق محافظ البنك المركزي لها، تشو شياو تشوان، عن رغبتها في رؤية عملة دولية تحل محل الدولار، وبرزت روسيا؛ بوصفها أحد المؤيدين لهذه الفكرة؛ حيث عبّر الرئيس الروسي ديمتري ميدفيدف في اجتماع مجموعة الثماني (G-8)، وهو الذي عقد في تموز/ يوليو عام 2009، في إيطاليا، عن رغبته في رؤية عملة دولية؛ ولتأكيد ذلك أخرج من جيبه عملة معدنية، أطلق عليها العملة المستقبلية الموحدة للعالم، وأضاف أنه تنبغي مناقشة استخدام العملات الوطنية الأخرى؛ بوصفها عملةً دولية بما فيها الروبل الروسي، وكذلك العمل على استحداث عملة دولية، وبينما يتفق معظم المراقبين على أن إحلال عملة جديدة محل الدولار في المستقبل القريب ليس أحد البدائل الممكنة التحقيق، فإنهم يشيرون إلى أن الصين، وروسيا، تعبران عن قلقهما من إمكانية تدهور الدولار في المستقبل، وهو الأمر الذي من شأنه التأثير في حجم الاحتياطيات المالية الهائلة التي تحتفظ بها هاتان الدولتان؛ فالصين، بشكل خاص، تحتفظ باحتياطيات تقدر بزهاء 2,3 تريليوني دولار أمريكي تقريباً؛ بسبب اتباعها سياسة أسعار صرف لعملتها، ثابتة مقابل الدولار ومنخفضة في الوقت ذاته لتشجيع الصادرات.

ووفق مقاييس عدة، فإن الدولار يعد – من دون شك – العملة الرئيسة في العالم، فهو يشكل حوالي 63٪ من الاحتياطيات من العملة الصعبة، مقارنة إلى 27٪ لليورو، كما أن 86٪ من جميع الصفقات على العملات الأجنبية ترتبط بالدولار، ويشير صندوق النقد الدولي إلى أن 66 دولة في العالم تربط عملتها بالدولار، أو تستهدف سعر صرف ضمن

نطاق معين من الدولار، بينما ترتبط 27 دولة فقط باليورو،[7] والاتجار بالنفط والذهب ومعظم السلع العالمية، والفواتير الخاصة بالجزء الأهم من التجارة الدولية، جميعها تتم بالدولار الأمريكي. (انظر الشكل 7-1).

الشكل (7-1)

مؤشرات العملات الرئيسة الثلاث في العالم



المصدر:

Mckinsey Global Institute "An exorbitant privilege? Implications of reserve currencies for competitiveness" December 2009 p. 14.

وقد دفعت الأهمية الكبرى للدولار إلى بروز مدرستين: الأولى تقول: إن استخدام الدولار؛ بوصفه عملةً دولية يمنح الولايات المتحدة ميزات اقتصادية هائلة، مع آثار سلبية قليلة نسبياً؛ ومن ثم فإنه لا يوجد حافز للولايات المتحدة لتغيير هذا النظام، والمدرسة الثانية تحاول التقليل من المكاسب التي تحصل عليها الولايات المتحدة من استخدام

الدولار؛ بوصفه عملة احتياطي دولية؛ ومن ثم، فهي تفترض أنها؛ أي: (الولايات المتحدة) قد تكون في وضع اللامبالاة، إذا تمكن المجتمع الدولي من استحداث عملة جديدة لتحل محل الدولار.

وتشير المدرسة الأولى إلى أن الاعتماد على عملة دولة واحدة لتوفير الاحتياطي العالمي يعطي تلك الدولة ميزة فريدة، يطلق عليها بعض الناس: "الامتياز المفرط" (Exorbitant Privilege)، في إدارة السياسات، علماً أن هذا المصطلح أطلق أولاً، في الستينيات من القرن الماضي، من الرئيس الفرنسي شارل ديجول، ثم من وزير ماليته جيسكار ديستان، في معرض تبيانهما مخاطر استمرار الاعتماد على الدولار؛ بوصفه عملة وحيدة للاحتياطي في العالم؛ والسبب في ذلك أن هذا الاستخدام يتيح لدولة المركز (صاحبة العملة)، فضاءً أوسع لسياسات الاقتصاد الكلي المتأتي من السيولة التي تتميز بها أسواقها، وقدرتها على الاستدانة بعملتها المحلية من الخارج، بأسعار فائدة متدنية، بالإضافة إلى رسوم سك العملة (Seigniorage)، المتحصل عليها من إصدار العملة على النطاق الدولي؛ وعلى سبيل المثال، فإن القدرة على الاقتراض بعملتها يمنحها ميزات رأسمالية عندما تنخفض قيمة العملة مقابل عملات الشركاء الماليين، ويقدر بعض الدراسات مكاسب الولايات المتحدة من انخفاض قيمته في السنوات القليلة قبل حدوث الأزمة المالية، بحوالي تريليون دولار.

وتمثل إحدى النتائج لنظام دولي يعطي الأفضلية لعملة دولة واحدة، بأن دول العالم الأخرى ستبقى رهينة الرغبة والقدرة لدى تلك الدولة في المحافظة على قيمة هذا الاحتياطي، وهذا ذاته يعد مصدراً لعدم التيقن؛ كما اتضح ذلك خلال الأزمة المالية الأخيرة، ومن الحلول المطروحة أن تتجه دولة المركز؛ أي: (الولايات المتحدة)، لانتهاج إطار سياسات، من شأنها تخفيف هذا القلق بشكل دائم؛ من خلال تقوية التشريعات المالية، والمحافظة على ديمومة السياسة المالية للحكومة.

وبالرغم من التحرك نحو سياسات أسعار الصرف المعومة، فإن الاقتصادات الصاعدة، استمرت في مراكمة الاحتياطيات المالية، وخاصة بعد الأزمة المالية الآسيوية عام 1997؛ من أجل تخفيف آثار التقلبات في أسعار الصرف التي مصدرها التحولات في معدلات التبادل التجاري والصدمات المتأتية من تدفقات الأموال الساخنة في أوقات الطفرة ونضوب السيولة في أوقات الأزمات، وكانت سياسات هذه الدول هي مراكمة الاحتياطيات؛ لتخفيف احتمالات حدوث الأزمات المصرفية، ولتعزيز مكانة الدولة والسياسات التي تنتهجها؛ ووفقاً لبعض التقديرات فإن الاحتفاظ بالاحتياطيات لأغراض الأمان والتأمين ضد الصدمات، يشكل حوالي ثلثي حجم الاحتياطيات الدولية؛ أي حوالي ما بين 4 و4,5 من تريليونات الدولارات،[8] وفي حالات أخرى، نجد أن الاحتفاظ بالاحتياطي كان من أجل المحافظة على أسعار الصرف الاسمية عند مستويات متدنية؛ من أجل دعم الصادرات، وفي حالات أخرى لضمان رفاه الأجيال المستقبلية، كما هي الحال في الدول المصدّرة للنفط، والاحتفاظ باحتياطيات مالية حكومية كبيرة من شأنه تشويه تدفقات رأس المال العالمي باتجاه المركز؛ وهذا يخفض الفوائد والمنافع في تحرير حساب رأس المال، كما أنه يزيد درجة عدم التيقن في السوق، وخاصة عندما تكون هذه الاحتياطيات مركزة في يد عدد محدد من الدول.

ويشير فريد بيرجستين (Fred Bergsten)، من معهد بيترسون للاقتصاد الدولي، في دراسة حديثة نشرها في دورية **فورين أفيرز** (*Foreign Affairs*)، إلى أن دور الدولار العالمي جعل من السهل على الولايات المتحدة تمويل ذاتها؛ ومن ثم مراكمة عجز تجاري وعجز في الحساب الجاري خلال السنوات الثلاثين الماضية، وهذه الأموال المتدفقة للولايات المتحدة؛ كانت سبباً رئيساً للأزمة الأخيرة؛ بسبب دورها في تخفيض سعر الفائدة، وقد قام معهد بيترسون بعمل توقعات حول الوضع الدولي للولايات المتحدة، وتوقع أن يتدهور هذا الوضع في المستقبل المنظور؛ حيث يتوقع أن يرتفع العجز في الحساب الجاري من 6٪ من الناتج المحلي الإجمالي إلى أكثر من 15٪؛ أي: (أكثر من 5 تريليونات دولار سنوياً)، بحلول عام 2030، وأن يرتفع صافي الدين من 3,5 تريليونات

دولار اليوم، إلى 50 تريليوناً؛ أي: (ما يعادل 140٪ من الناتج المحلي الإجمالي، وأكثر من 700٪ من حجم الصادرات)، بحلول عام 2030؛ وهذا يعني أن الولايات المتحدة، ستقوم بتحويل 2,5 تريليونين ونصف تريليون دولار من حجم ناتجها القومي سنوياً؛ لخدمة ديونها الخارجية، وقد يؤدي ذلك إلى هبوط كبير في قيمة الدولار، ولو لم يحدث ذلك لكان هذا سيؤدي – لا محالة – إلى تدهور في مستوى المعيشة للأمريكيين، ويرى بيرجستين أن الدول الأخرى – وخاصة دول شرق آسيا والصين – تستفيد من هذا الوضع؛ لأن الولايات المتحدة تعمل الآن؛ بوصفها الملاذ الأخير للاستهلاك.[9]

أما المدرسة الثانية، وهي التي تمثلها مؤسسة ماكينزي للاستشارات، فتعتقد بأن تلك المنافع التي يتمتع بها مصدر العملة الاحتياطي مبالغ فيها؛ ولتأكيد ذلك قامت المؤسسة في دراسة حديثة باحتساب العائدات والتكاليف من اتخاذ الدولار؛ عملةً دولية، ولا توافق الدراسة على القول: إن للولايات المتحدة ميزاتٍ كبيرة غير محددة؛ بسبب استخدام الدولار؛ بوصفه عملة احتياطي دولية، وتؤكد – على العكس من ذلك – أن منافعها من ذلك تعد متواضعة، وفي أي سنة اعتيادية للاقتصاد العالمي، نجد أن الفائدة للاقتصاد الأمريكي من استخدام الدولار عملةً دولية تتراوح ما بين 40 و70 من مليارات الدولارات، وهذا يشكل ما بين 0,3٪ و0,5٪ من الناتج المحلي الإجمالي للولايات المتحدة.

ويمثل أهم المنافع والعائدات للاقتصاد الأمريكي من اتخاذ الدولار؛ بوصفه عملة دولية، بالإيرادات من سك العملة (Seigniorage)، والقروض التي لا تترتب عليها أي تكلفة، وتلك التي يتم إيجادها من خلال إصدار عملات إضافية، لغير المقيمين ممن يحتفظون بعملة الولايات المتحدة؛ وهذه، تولد عائدات مالية تقدر بحوالي 10 مليارات دولار، كما تمثل بأن حكومة الولايات المتحدة وشركاتها ومواطنيها، يمكنهم الحصول على رأس المال بأشكال أرخص؛ بسبب عمليات الشراء الكبيرة لأوراق الخزانة الأمريكية التي تقوم بها الحكومات الأجنبية ومؤسساتها، وتقدر مؤسسة ماكينزي أن عمليات الشراء هذه قد خفضت تكاليف الاقتراض في الولايات المتحدة بمقدار ما بين 50 و60 من النقاط خلال السنوات القليلة الماضية، وهذه التكاليف المنخفضة تفيد الحكومة والقطاع الخاص

والقطاع العائلي من دون شك، وإن كانت تضر بالمدخرين الأمريكيين، وهذه العائدات تقدر بحوالي 90 مليار دولار.

وتوجد إلى جانب العائدات، تكاليف أيضاً لاتخاذ الدولار عملة احتياطي؛ فهذه السياسة وزيادة الطلب على الدولار التي تنجم عنها من الكثير من الدول، يرفعان سعر صرف الدولار في أسواق العملات الدولية، وتشير تقديرات عام 2008، إلى أن الدولار كان أعلى من قيمته الحقيقية بنسبة من 5٪ إلى 10٪، وبالطبع، فإن هذا يؤثر في القدرة التنافسية للولايات المتحدة، وإن تكاليف ذلك تنعكس على زيادة قيمة الواردات؛ فتقدر بحوالي ما بين 30 و60 من مليارات الدولارات؛ وهذه التكلفة تزيد بمقدار 30 مليار دولار، إذا ما تحرك سعر صرف الدولار إلى الأعلى بنسبة 5٪. وفي السنوات غير الاعتيادية؛ مثل سنوات الأزمات؛ كتلك التي حدثت عامي: 2008 و2009، فإن مؤسسة ماكينزي تقدر تأثير العملة في مدى يتراوح بين تكلفة سالبة، بمقدار 5 مليارات دولار، وعائد صافٍ، بمقدار 25 مليار دولار؛ وهذا الانخفاض في العائدات يرجع إلى ارتفاع قيمة الدولار؛ بسبب ظاهرة عودته إلى الولايات المتحدة أو ما أطلق عليه عودة الرافعة المالية (Deleverage)، وهي التي أدت إلى ارتفاع قيمة الواردات للولايات المتحدة، وتخفيض القدرة التنافسية لها؛ ومن ثم تدهور حجم الصادرات.[10]

وتقر الدراسة أنه إلى جانب هذه الحسابات المباشرة، فإن اتخاذ الدولار؛ بوصفه عملة دولية منح الولايات المتحدة من دون شك وزناً عالمياً كبيراً، وأضفى عليها عائدات استراتيجية وجيوسياسية، وجعلها مركز الاقتصاد العالمي والنظام المالي الدولي، كما منحها استقلالاً في اتخاذ السياسات، وخاصة قدرتها على تحمل عجز كبير في الموازنة، وسياسة نقدية متساهلة؛ بسبب عدم حاجتها إلى الكثير من القيود التي تخضع لها الدول التي ينبغي لها حماية عملاتها من التقلبات، إلا أن مراكمة حجم كبير من الأصول زاد مسؤوليات الولايات المتحدة، وقد يعمل أيضاً، على الحد من حريتها في اتخاذ القرار،[11] ويصور الشكل (7-2)، صافي العائدات المتأتية من اتخاذ الدولار؛ بوصفه عملة احتياطي دولية.

وهناك فريق – ضمن هذه المدرسة – يجادل في أن الرغبة في الاحتفاظ بالدولار؛ بوصفه عملة احتياطي، لا ترجع إلى وُفورات النطاق (Economy of scale)، التي يتحلى بها، أو ارتفاع العائد فحسب، وإنما بسبب الأمن الذي توفره سياسات الولايات المتحدة الاقتصادية، أما العائد الذي يحصل عليه الأجانب من الأصول الأمريكية؛ أي: (السعر الذي تدفعه الولايات المتحدة مقابل اقتراضها)، فيقل بدرجة كبيرة عن العائد الذي يحصل عليه الأمريكيون من احتفاظهم بالأصول الأجنبية؛ وهذا هو السبب في بقاء ميزان الدخل من الاستثمار في الولايات المتحدة مرتفعاً، ومستمراً في تحقيق نتائج إيجابية، وقد قام اثنان من الاقتصاديين باحتساب العائد السنوي للخصوم الأمريكية؛ أي: (الاستثمار في أدوات الدين الأمريكية) خلال الفترة 1960-2001، ووجدا أنها تساوي بالمتوسط 3,61٪، وهي تقل بمقدار 2٪ عن العائد على الأصول الأمريكية (5,72٪)؛ وأحد تفسيرات ذلك أن المستثمرين يشترون الأمن بالعائد المنخفض.[12]

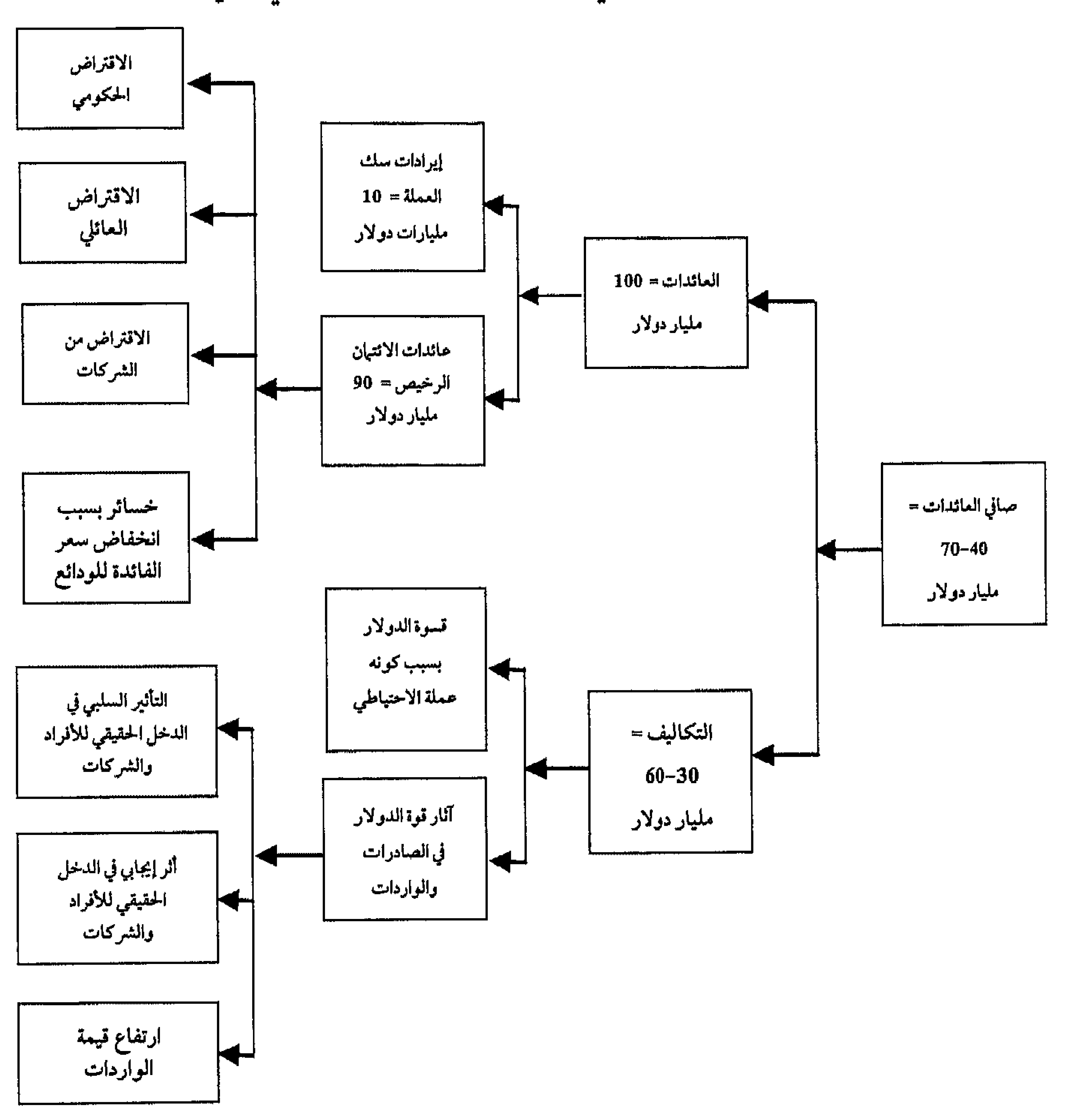
وتقدم الدراسة ذاتها، تفسيراً إضافياً يمثل بما أطلق عليه الاعتدال العظيم (Great Moderation)؛ وهو يعني اعتدال الدورة الاقتصادية في الولايات المتحدة منذ مطلع الثمانينيات من القرن الماضي، كما أنه أمر لم تشهده الاقتصادات الكبرى الأخرى في العالم؛ فانخفاض التقلبات الاقتصادية خفض الحوافز للاحتفاظ بالمدخرات لأغراض التحوط، وخفض معدلات الادخار بشكل عام؛ وبسبب انخفاض معدلات الادخار لدى الولايات المتحدة، فقد كانت بحاجة إلى استقطاب المدخرات العالمية؛ فانخفضت المدخرات الشخصية فيها من 10,1٪ في الربع الأخير من عام 1970، إلى 6,9٪ عام 1990، ثم إلى 1,9٪ عام 2000، فإلى 0,8٪ عام 2005.[13]

وقد دافع بعض الاقتصاديين الأمريكيين عن هذا الوضع، واصفين الولايات المتحدة بأنها تعمل؛ بوصفها مصرفاً تجارياً، يأخذ ودائع قصيرة الأجل من أفراد وشركات ودول تبحث عن الأمن، وتقوم بإقراضها مدى أطول لمقترضين لديهم الاستعداد للقبول بمخاطرة كبرى؛ ومثلما هو شائع بين الناس، في أن المصارف التجارية الكبرى هي أكثر

أمناً وأقل عرضة للهزات والمخاطر وأكثر قدرة على امتصاص الأزمات من المصارف الصغيرة، فإن الدول الكبرى؛ مثل: الولايات المتحدة توفر درجة كبرى من الأمن لا توفرها الدول الصغيرة.[14]

الشكل (7-2)

العائدات والتكاليف في اتخاذ الدولار عملة احتياطي دولي



المصدر:

Mckinsey Global Institute, "An exorbitant privilege? Implications of reserve currencies for competitiveness," December 2009, p. 9.

بديل من الدولار!

إذا كانت الحملة ضد الدولار وضرورة وجود بديل دولي يصلح؛ بوصفه عملة احتياطي عالمية في الستينيات من القرن الماضي قد قادها الفرنسيون، فإن الحملة الحالية يقودها الصينيون الذين تعنيهم مصالحهم الوطنية، بدرجة مساوية أو ربما بشكل أكبر، مما تعنيهم مصالح النظام المالي العالمي، ولا يدع المسؤولون الصينيون الآن مناسبة مهمة من دون الدعوة إلى إعادة النظر في دور الدولار وضرورة إعطائه حجمه الطبيعي الذي يتضخم الآن، في ظل غياب المنافسين الحقيقيين، وفي واقع الأمر فإن الصين تبحث في هذه الدعوة عن طريق؛ للتخلص من فخ الدولار الذي وجدت نفسها فيه؛ نتيجة سياسة أسعار الصرف التي اتبعتها فترة ليست بالقصيرة من الزمن، ومن الاقتناعات البارزة في الصين الآن أنهم يدفعون ثمن الصفة "المحلية" لعملتهم، وعدم حصولها على القبول الدولي، ويجب على المصدرين والمستوردين الصينيين الاعتماد على الدولار؛ بوصفه عملة في أكثر من 70٪ من تبادلاتهم، وهي التي تقدر بحوالي 2,6 من تريليونات الدولارات سنوياً.

وقد بدأت الصين بعض الخطوات العملية؛ للخروج من هذا الفخ ولتخفيض الاعتماد على الدولار وزيادة دور عملتها في المجال الدولي؛ ففي تموز/ يوليو عام 2009، أعلنت الصين خطة تجريبية؛ لتوسيع اتفاقيات التسويات بين كل من: هونج كونج، وخمس من المدن الصينية التجارية الكبرى، وإضافة إلى ذلك، فإن البنك المركزي الصيني أبرم عام 2009، صفقات تبادل ثنائية؛ من أجل توفير أموال أساسية للشركاء التجاريين، تصل قيمتها إلى 650 مليار رنمبيني: (95 مليار دولار)، مع البنوك المركزية، لكل من: كوريا الجنوبية، وهونج كونج، وماليزيا، وإندونيسيا، وبيلاروسيا، والأرجنتين، وهناك مباحثات مع بنوك مركزية أخرى لعقد اتفاقيات مماثلة.[15]

ولم تقصر هذه الحملة ضد الدولار على الصين، بل شاركها أيضاً الكثير من الدول، وبعض المسؤولين الأمريكيين البارزين؛ مثل: روبرت زوليك (Robert Zoellick)، رئيس البنك الدولي، وبعض المفكرين الاقتصاديين الأمريكيين البارزين؛ مثل: فريد

بيرجستين، ويعتقد بيرجستين بأن الولايات المتحدة وقعت في السيطرة الدولية للعملة من دون قصد، بعد تدهور الجنيه الإسترليني إثر التراجع الدولي لبريطانيا، وأنه آن الأوان لإعادة النظر في الدور الدولي للدولار، وهو يشير إلى أن من مصلحة العالم أن يحافظ على مكاسب العولمة الجديدة، من خلال تطوير:[16]

- عملات تكون إلى جانب الدولار تعمل؛ بوصفها عملات احتياطي دولية؛ ومن أهم هذه: اليورو الذي يدعمه اقتصاد كبير وأسواق مال عميقة لا تقل عن تلك الموجودة في الولايات المتحدة، ويعتقد بعض المراقبين بأن عالماً يسوده عدد من العملات، ربما لا يتسم بالهدوء أو ينعم بالاستقرار، إلاّ أن هذا غير صحيح؛ لأن ذلك كان هو الوضع أواخر القرن التاسع عشر ومطلع القرن العشرين.
- إصدار مزيد من وحدات حقوق السحب الخاصة من صندوق النقد الدولي.

ويشكك جيفري فرانكل (Jeffrey Frankel)، من جامعة هارفرد، هو الآخر في المحاجة بأن الولايات المتحدة استطاعت الاحتفاظ بتلك الامتيازات؛ بسبب قدرتها على توفير أصول مالية عالية الجودة لدول العالم الأخرى، وخاصة تلك التي تحتفظ باحتياطيات مالية هائلة، ويشير إلى أنه إذا كان لتلك الحجة أي مصداقية، فإنها الآن قد انهارت مع تهاوي تلك الأصول وذوبانها في الأزمة المالية الأخيرة، وهو يضيف أنه منذ عام 1980، راكمت الولايات المتحدة ديوناً، مقدارها 10 تريليونات دولار، وخلال الفترة من كانون الثاني/ يناير عام 1973 - أيار/ مايو عام 2009، فإن سعر صرف الدولار انخفض بنسبة 30٪، مقابل مؤشر أسعار العملات الرئيسة الذي يستخدمه مجلس الاحتياطي الفيدرالي؛ ولذا، فلا يبدو أن الانضباط المالي والانضباط الاقتصادي هما اللذان يمكنان الولايات المتحدة من الاحتفاظ بتلك الامتيازات.[17]

إن هذا الحوار شجع صندوق النقد الدولي على الخروج من مواقفه المتحفظة، بشأن تشجيع وجود عملة دولية أو منافسة للدولار؛ ففي دراسة حديثة له يشير إلى أن هناك

زيادة في حجم وحدات حقوق السحب الخاصة؛ بسبب الطلب إلى الدول الرئيسة ضمن الاقتصادات الصاعدة، وهي التي تشمل البرازيل وروسيا والهند والصين؛ وأنه إذا ما أمكن تطوير هذه الحقوق؛ لتصبح الاحتياطي الرئيس في النظام، كما كان ذلك متصوراً ومسطوراً في النظام الأساسي لصندوق النقد الدولي، فإن هذا بإمكانه سحب البساط من تحت الدولار الأمريكي، وتغيير النظام المالي العالمي الحالي، إلى نظام قائم على أساس عملة دولية، تكون مكوناتها العملات الرئيسة في العالم؛ وبسبب أن حقوق السحب الخاصة قائمة على أساس عدد من العملات، فإن هذا من شأنه تحقيق الاستقرار في النظام والتنوع في الاحتياطيات، ولكن؛ لكي تلعب وحدات حقوق السحب دوراً كبيراً ومهماً، فإن سيولتها، ينبغي أن تزداد بدرجة كبيرة؛ وهذا يتطلب من اللاعبين الرئيسين أن يساعدوا على تطوير سوق خاصة بهذه الوحدات.

وتشير دراسة الصندوق إلى الكثير من الميزات التي تتمتع بها هذه العملة الجديدة؛ فهي تحوي المنافع المتأتية من النظام القائم على عدد من عملات الاحتياطي، وبذا فهو يشتمل على ميزات التنوع من خلال تجميع عملات الاحتياطي الرئيسة، ويتسم باستقرار أكبر من ذلك الذي يقوم على أساس عملة واحدة، وسيعمل النظام الجديد على توزيع ما يطلق عليه الميزات الجامحة (Exorbitant Privilege)، بين عدد من الدول وعدم قصره على دولة واحدة، وهذا التوزيع للميزات سيتم بشكل أكبر سرعة من تلك التي يتم بها؛ وفق النظام القائم على تعدد العملات؛ لأن هذا الأخير لا يضمن تعديلاً سريعاً في النظام، وإذا ما قام الصندوق بتخصيص جزء كبير من هذه الحقوق للاقتصادات الصاعدة والدول النامية، فإن هذه، لن تكون بحاجة إلى إرسال أموالها إلى دولة المركز.[18]

وتشير دراسة الصندوق أيضاً، إلى وجود حل أكثر جذرية، من خلال إعادة إحياء فكرة جونماينرد كينز، بإيجاد عملة دولية جديدة (بنكور)، تتسم بالعالمية، ولا تخضع لأي دولة، وتكون متداولة إلى جانب العملات الوطنية، ويتم إصدار هذه العملة وإدارتها من منظمة دولية، مع هيكل إداري مختلف تماماً عن هيكل صندوق النقد

الدولي، وبالرغم من ضرورة حصول هذه العملة على الدعم من الدول الأخرى، فينبغي أن تتمتع بالاستقلال التام، وتتصرف المؤسسة المالية التي تصدرها؛ بوصفها ملجأ الإقراض الأخير.[19]

إصلاح النظام المالي العالمي

من أهم القضايا التي احتلت مركز الصدارة في الحوار حول عالم ما بعد الأزمة، ضرورة إصلاح النظام المالي العالمي الحالي، وهذه الدعوة ليست بالجديدة، فقد برزت مع وقوع كل أزمة اقتصادية أو أزمة مالية كبرى، وخاصة بعد الأزمة الآسيوية عام 1997، ويشير النظام المالي الدولي (International Monetary System)، إلى القواعد والمؤسسات المنظمة للمدفوعات الدولية، وهو يشير أيضاً، إلى نظم العملات النقدية للدول وقواعد التدخل حالَ وجود نظم أسعار صرف ثابتة أو متحكم فيها، والمؤسسة التي تدعم هذه القواعد حالَ وجود مشكلات؛ وبسبب وجود نظم وممارسات مختلفة حالياً، إزاء ما يتعلق بأسعار الصرف، وهي التي تتراوح بين التعويم الكامل والربط الكامل بعملات أخرى، وفيما بين ذلك من نظم هجينة تتراوح ما بين الحرية والتقييد، وكذلك، التباين في درجة الانفتاح المالي وحرية حركة رأس المال، فإن النظام الحالي هو في واقع الأمر "لا نظام".

وهناك اقتراحات كثيرة لإصلاح النظام المالي العالمي، وإعادة صوغه؛ فهناك اقتراحات مقدمة من كل من: فرنسا، وألمانيا، وكندا، والولايات المتحدة، كما أن هناك اقتراحاً مقدماً من مجموعة السبع، وآخر من مجموعة الدول النامية، وتحديداً من مجموعة الأربع والعشرين الحكومية الدولية (G-24)،[20] وقد قدم معهد بيترسون إلى الاقتصاد الدولي اقتراحاً جديداً، وكذا مجموعة الثلاثين ((G-30،[21] والكثير من هذه الاقتراحات متعارض وغير متناسق، فبينما يدعو بعضها إلى مزيد من تحرير حركة رأس المال، وتحرير أسواق المال، يدعو بعضها الآخر إلى فرض قيود إضافية على حركة رأس

المال، وعلى حين يؤكد بعضها الحاجة إلى المرونة في نظم أسعار الصرف، ينظر طرف آخر إلى وجود أسعار الصرف الثابتة والمستقرة، بأنه ضروري للازدهار الاقتصادي، ويقترح بعض الناس أن يقوم المجتمع الدولي بالاستجابة الفورية والقوية للأزمات المالية، إلا أن فريقاً آخر يرى ترك ذلك لآلية السوق، وبعض الناس يدعو إلى تعزيز دور صندوق النقد الدولي، وزيادة موارده المالية، بينما يدافع فريق آخر عن ضرورة إنهاء هذه المؤسسة وإغلاقها، وبعض تلك الاقتراحات يدعو إلى توسيع نطاق الدور الرقابي للصندوق؛ ليشمل محاربة الفساد والتزام المعايير الدولية، على حين أن بعضها الآخر يرى أن يقصر دور الصندوق على وظائفه الأساسية؛ بوصفه مؤسسة معنية بشكل جوهري بالقضايا المتعلقة بميزان المدفوعات.[22]

وقد اقترحت الحكومة البريطانية دمج كل من: صندوق النقد الدولي، والبنك الدولي، وبنك التسويات الدولية، في مؤسسة واحدة، تكون مهمتها تنظيم أسواق المال العالمية، كما اقترحت الحكومة الفرنسية منح اللجنة المالية المؤقتة، وهي التي كانت تشكل المجلس الوزاري لصندوق النقد الدولي، صلاحيات وسعى، (وهذا تم من خلال تغيير اسمها إلى اللجنة المالية والنقدية الدولية IMFC)؛ بغرض التعزيز والتحسين للمحاسبة والسماح للصندوق بالاستجابة بسرعة كبرى للأزمات، أما الحكومة الألمانية فاقترحت استحداث نطاقات مستهدفة لحركة أسعار الصرف؛ لمنع هذه الأسعار من التقلبات الحادة أو الانحراف، وقدمت الحكومة الكندية اقتراحاً بأن يمنح الصندوق حق تقرير تأجيل مدفوعات الديون حالَ حدوث أزمات مالية.[23]

يضاف إلى كل ذلك، الاقتراحات التي قدمت بعد وقوع الأزمة المالية الآسيوية عام 1997؛ ومنها: اقتراح ستانلي فيشر (Stanley Fischer)، الذي كان يشغل وقتذاك منصب النائب الأول لمدير عام صندوق النقد الدولي، والذي ركز حول إعادة فكرة أن الصندوق هو الملجأ الأخير للإقراض، وفي تشرين الثاني/ نوفمبر عام 2001، اقترحت آن كروجر، وهي التي حلت محل فيشر في المنصب نفسه، إنشاء آلية لإعادة هيكلة الديون الحكومية؛

لتسهيل إعلان إعسار الدول المثقلة بالديون؛ وفق الفصل الحادي عشر من معايير قانون الإفلاس في الولايات المتحدة، وإحدى نتائج اقتراحات ستانلي فيشر كانت إنشاء تسهيلات ائتمانية جديدة، أطلق عليها خطوط الائتمان الطارئ في صندوق النقد الدولي (Contingent Credit Lines, CCL)، وهو الذي يمكن الدول التي تصيبها عدوى الأزمات المالية، من الاقتراض من الصندوق من دون شروط، ولكن، منذ إنشاء تلك التسهيلات الائتمانية الجديدة لم تقدم أي دولة على استخدامها؛ ولذا، فقد تم تجميدها عام 2004، واقتراح آن كروجر هو الآخر لم يجد صدى في أرض الواقع؛ ولذا، كان مصيره التجميد في نيسان/ إبريل عام 2003. كلا الاقتراحين كان طموحاً في البيئة الدولية السائدة آنذاك؛ حيث إن الأول منهما يتطلب حجماً غير محدود من الموارد المالية، ومعرفة كاملة حول كون الأزمة المالية التي تعانيها دولة ما، قابلة للحل أو غير قابلة له، ويتطلب الاقتراح الثاني إنشاء محكمة دولية ذات سلطة تمكنها من التعامل والديون السيادية، وهذا يتطلب تحويلاً كاملاً للسلطات من الهيئات المحلية إلى هيئة دولية، وهذا مما لا يمكن قبوله لدى الدول.[24]

إن من أهم المعضلات التي يئن منها النظام المالي الدولي، الهياكل والطرائق في اتخاذ القرار في المؤسسات المالية العالمية، وخاصة مؤسسات بريتون وودز (صندوق النقد الدولي، والبنك الدولي)، وهذه المشكلة يطلق عليها اختصاراً لدى المعنيين، معضلة المقاعد والحصص (Chairs and Shares)؛ ويقصد بالمقاعد، الأعضاء الذين يشكلون المجلس التنفيذي للصندوق (Executive Board)، وهو الذي يناط به اتخاذ القرارات الرئيسة واليومية المتعلقة بأعمال الصندوق، أما الحصص فهي النسب التي تحدد القوة التصويتية للدول الأعضاء، وهذان الأمران يمثلان عالم ما بعد الحرب العالمية الثانية؛ حيث تسيطر الدول الأوربية والولايات المتحدة على المجلس، وتتمتع الأخيرة بحق نقض بعض القرارات المهمة؛ مثل: تعديل النظام الأساسي أو بيع الذهب، وبالرغم من تصاعد الدعوة منذ فترة ليست بالقصيرة؛ لمنح دور أكبر للاقتصادات الناشئة والدول النامية، فإن الدول الأوربية تعارض ذلك.

ويقارن الشكل (7-3)، بين القوة التصويتية في صندوق النقد الدولي كما هي حالياً، والقوة الاقتصادية، ممثلة بحجم الناتج المحلي الإجمالي؛ وفق تعادل القوة الشرائية (Purchasing Power Parity, PPP)، وبينما تستحوذ الدول الأوربية على حوالي خُمس الناتج العالمي، فإنها تحتكر حوالي ثلث القوة التصويتية في الصندوق، وبالمقابل، فإن دول بريكس BRICs (البرازيل وروسيا والهند والصين)، وهي التي تسهم بحوالي 23,5٪ من الناتج المحلي الإجمالي العالمي، تقل قوتها التصويتية عن 10٪ في المجلس التنفيذي للصندوق.[25]

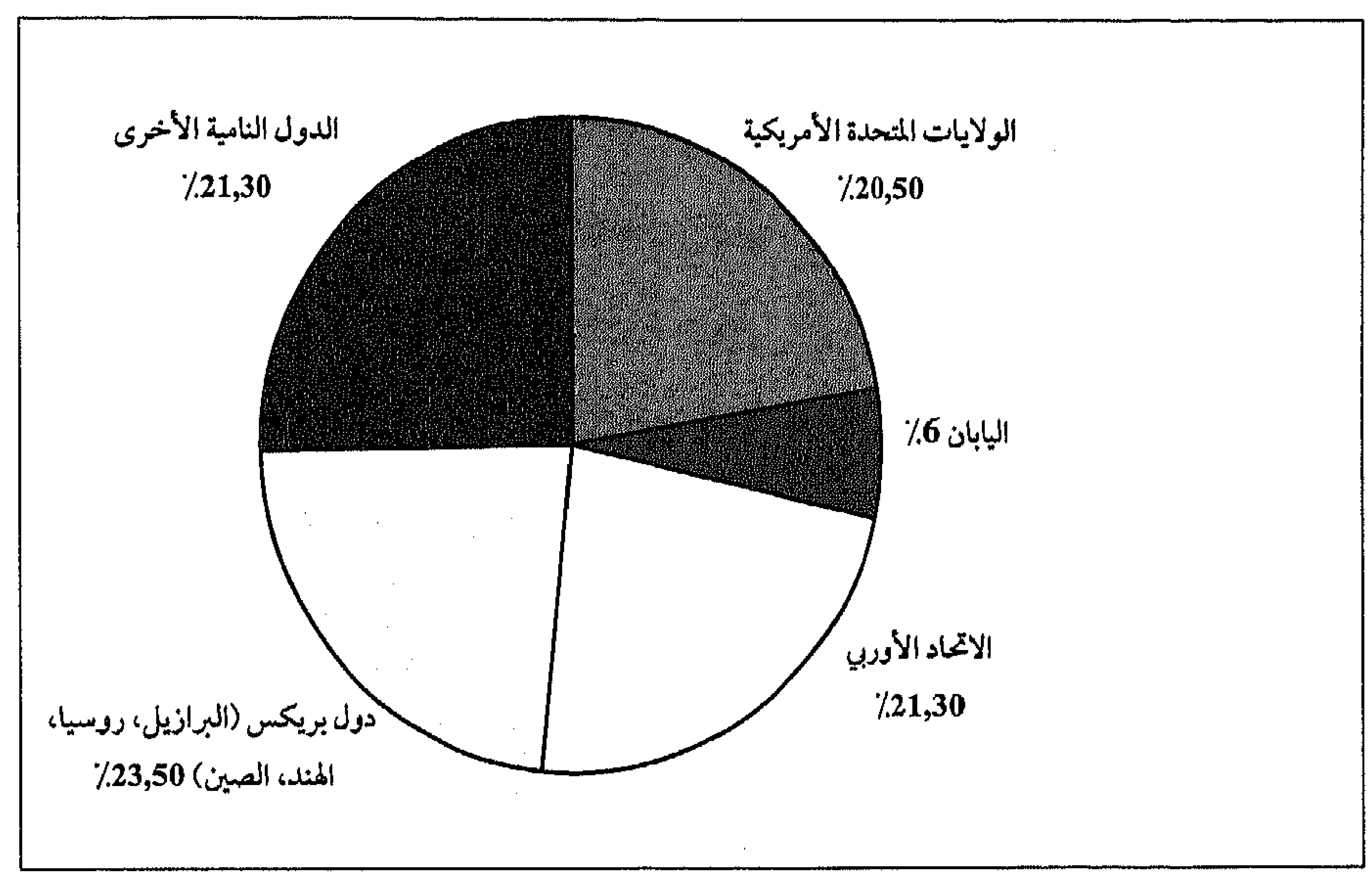
ومن الاقتراحات المطروحة، منح الدول الأوربية مقعداً واحداً، وحصة في التصويت، تساوي تلك التي للولايات المتحدة، وتجريد كل منهما من القدرة على نقض القرارات أو تعطيلها؛ وهذا من شأنه السماح بزيادة كبيرة في المقاعد والحصص للدول الآسيوية والاقتصادات الناشئة التي يعاني معظمها ضعف التمثيل في الصندوق، كما أن الإصلاحات ينبغي أن تتضمن إعادة صوغ الطريقة التي يتم بها اختيار المدير العام للصندوق، وألا يكون ذلك حكراً على دول غرب أوربا التي تتبادل المنصب فيما بينها، وأن يكون التأهل لهذا المنصب عالمياً.[26]

وينبغي أن تشمل الإصلاحات سياسات الإقراض التي يقوم بها صندوق النقد الدولي؛ وهنا، يمكن التفريق بين نوعين من حاجة الدول الأعضاء: الأول الذي تلجأ فيه الدول إلى الاقتراض؛ لمواجهة ظروف خارجة على إرادتها (مواجهة أزمة مالية دولية، أو أزمة عملة في دولة مجاورة لها مثلاً)، والثاني الاقتراض؛ لمواجهة مشكلات اقتصادية ومالية؛ سببتها السياسات الخاطئة لحكومة تلك الدولة، وبينما ينبغي تسهيل النوع الأول من الاقتراض، فإن الثاني ينبغي أن يخضع لبعض الشروط؛ لئلا يساء استخدام الموارد المالية، وهناك حاجة إلى تعزيز الموارد الموجهة للدول التي تعاني مشكلات لا تمت بصلة إلى خطأ سياساتها.

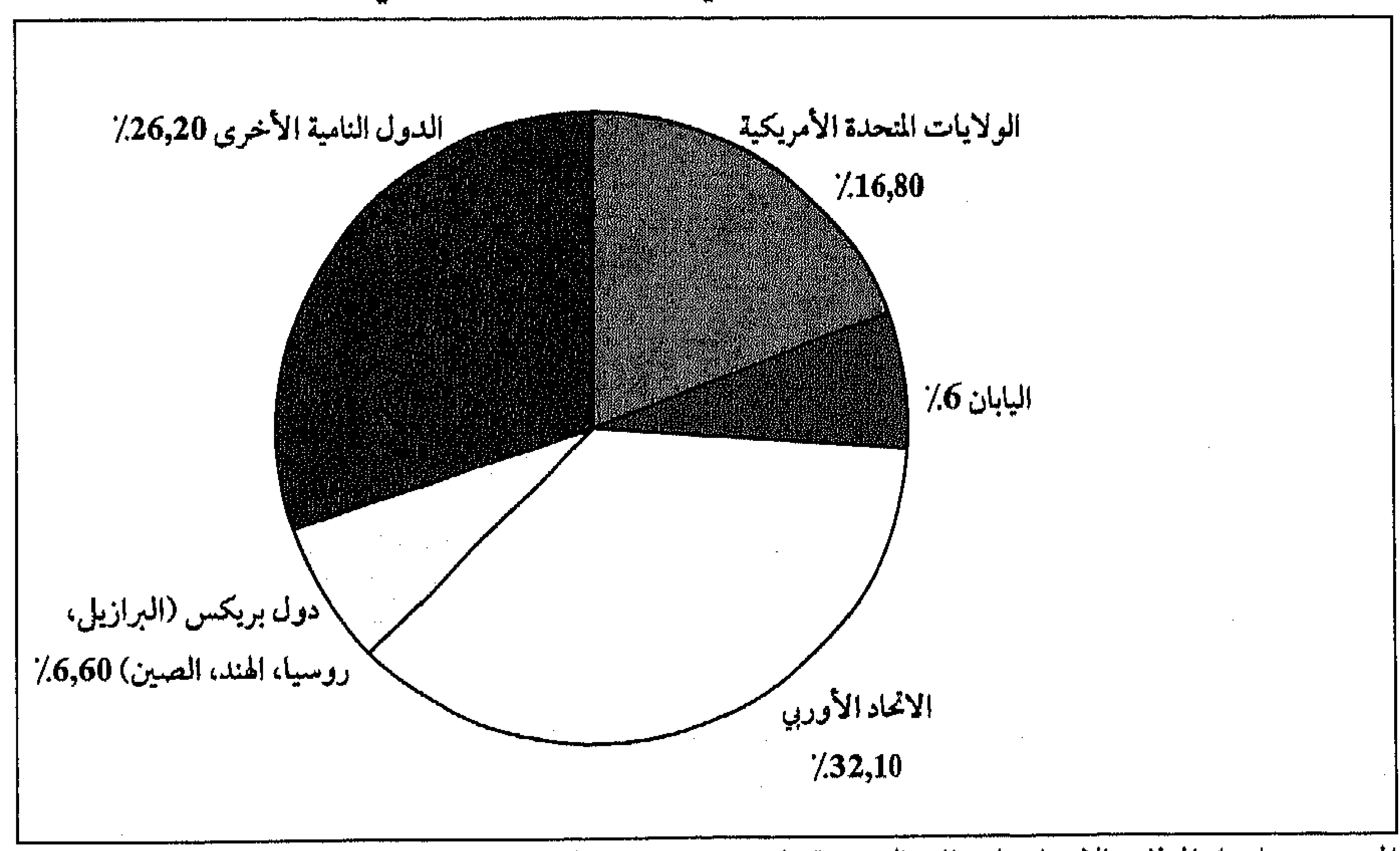
الشكل (7 – 3)

القوة التصويتية في صندوق النقد الدولي مقارنة إلى القوة الاقتصادية، 2009

(أ) الناتج المحلي الإجمالي العالمي وفق تعادل القوة الشرائية (PPP)



(ب) القوة التصويتية في صندوق النقد الدولي



المصدر: من إعداد المؤلف بالاعتماد على وثائق الصندوق المنشورة على موقعه الرسمي (www.imf.org).

أما تقرير الخبراء المشكل من الجمعية العامة للأمم المتحدة، فيطالب أيضاً، بزيادة درجة الحوكمة والمساءلة والشفافية في هاتين المنظمتين، والمؤسسات الدولية الأخرى التي لا تتمتع بالدرجة ذاتها من الشرعية؛ مثل: بنك التسويات الدولية (BIS)، واللجان المختلفة المنبثقة منه، بما فيها لجنة بازل، ومنتدى الاستقرار المالي (Financial Stability Forum FSF)، الذي تحول مؤخراً إلى مجلس الاستقرار المالي (Financial Stability Board FSB). ووجود نقص في إدارة هذه المؤسسات أضعف دورها في مواجهة الأزمات، والسياسات التي تم تبني بعضها، نُظر إليها على أنها تحابي الدول الصناعية، وتعارض مصالح الدول النامية والفقيرة.[27]

ومما تنبغي الإشارة إليه، أن إحدى النتائج الإيجابية للأزمة المالية العالمية الأخيرة، انتهاء دور مجموعة السبع (G-7)، أو مجموعة الثماني (G-8)، واستبدال مجموعة العشرين (G-20) بهما، ومن المعلوم أنه منذ عام 1975، برزت سيطرة الدول السبع على إدارة الاقتصاد العالمي، بعد انهيار الدولار الأمريكي وانتهاء السيطرة الأمريكية التي أعقبت الحرب العالمية الثانية، وبالرغم من أن هذه المجموعة لم تأخذ دور المؤسسة أو شكلها، فإن قراراتها كانت مهمة؛ لإعادة صوغ النظام العالمي الذي أعقب انهيار اتفاقية بريتون وودز؛ ففي عام 1975، صدقت تلك الدول في فرنسا إقرار الأمر الواقع الذي برز آنذاك، وهو القائم على نظام العملات المعومة، وتصدى وزراء مالية هذه الدول عام 1985، للارتفاع الهائل في قيمة الدولار منذ مطلع الثمانينيات، ثم اجتمعوا مرة أخرى عام 1987؛ لدراسة السبل الكفيلة بوقف تدهور الدولار، وهذه المجموعة المكونة من كل من: الولايات المتحدة، واليابان، وألمانيا، وبريطانيا، وفرنسا، وكندا، وإيطاليا، كانت أهم مجموعة تدير النظام المالي العالمي، وفي عام 1997، تم ضم روسيا إليها؛ لتصبح مجموعة الثماني.

وبالرغم من أن مجموعة العشرين قد تم إنشاؤها عام 1999، بعد الأزمة المالية في آسيا، فإنها ازدادت أهمية بعد الأزمة المالية الأخيرة؛ ولأنها تمثل الاقتصاد العالمي بشكل أفضل، فقد أصبح لقراراتها مصداقية وقبول عالمي، وبالإضافة إلى الدول الثماني أصبح من

ضمن مجموعة العشرين كل من: الأرجنتين، وأستراليا، والبرازيل، والصين، والهند، وإندونيسيا، والمكسيك، والمملكة العربية السعودية، وجنوب إفريقيا، وكوريا الجنوبية، وتركيا، والاتحاد الأوربي؛ بوصفه منظمة.[28] ومنذ نشوب الأزمة المالية العالمية الأخيرة، أصبحت هذه المجموعة هي مركز القرار، ونقطة الارتكاز للقرارات المتعلقة بالتصدي للأزمة في الأجلين القصير والطويل.

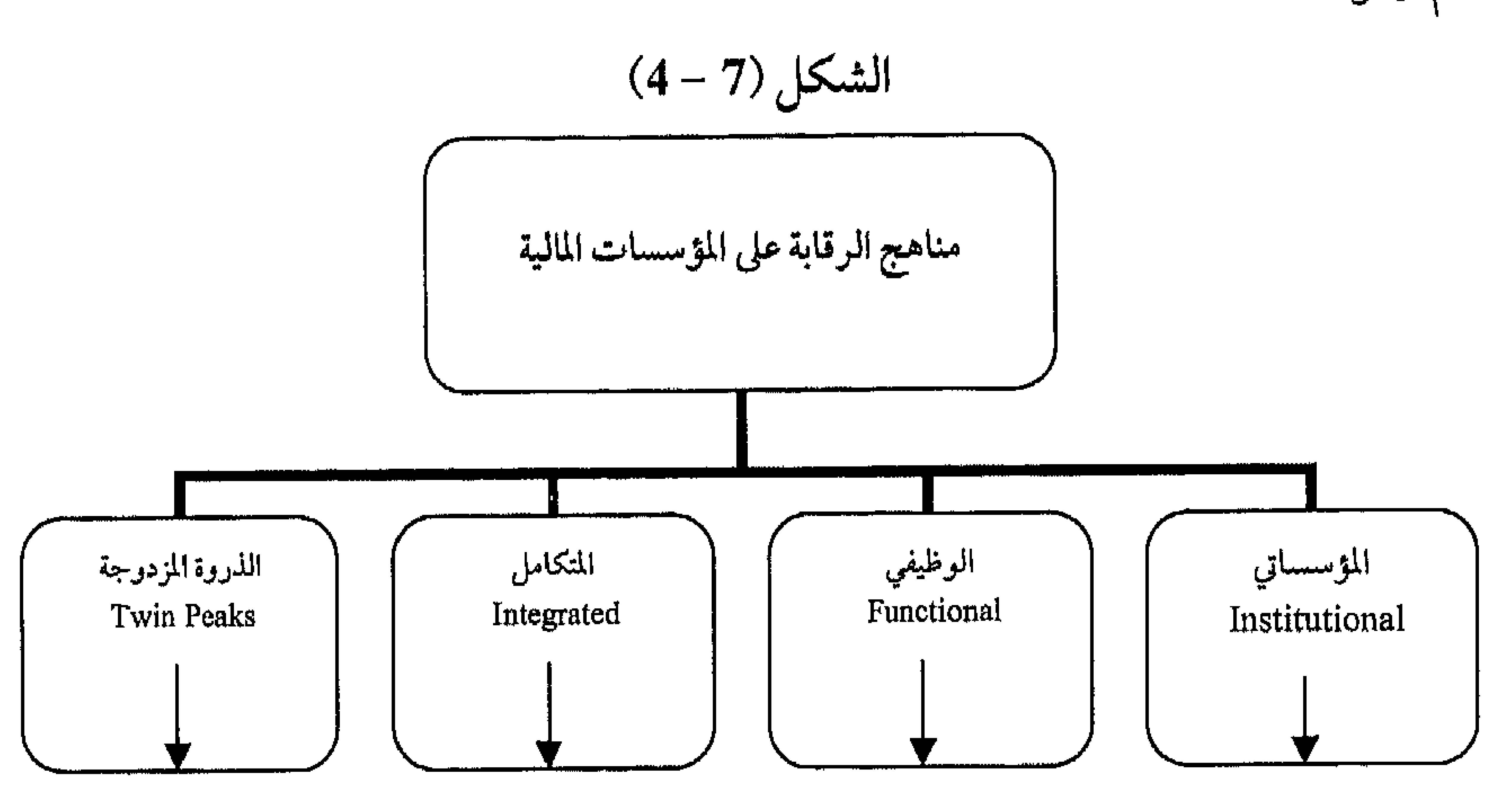
التنظيم والرقابة على المؤسسات المالية

أشرنا في الفصل الخامس، إلى تباين الدول، إزاء ما يتعلق بنظم الرقابة ونطاقها على المؤسسات المالية العاملة لديها، وتقليدياً، يشمل التنظيم والرقابة الركائز الثلاث للنظام المالي؛ وهي: المصارف التجارية، وشركات التأمين، وأسواق البورصة، وطوال وقت ممتد كان من السهل التحديد لكل مؤسسة جديدة: أين تقع ضمن التقسيمات الثلاثة التي تغطي معظم أوجه الوساطة المالية، وقد اتبعت الدول أربعة مناهج للتصنيف؛ وهي: المنهج المؤسساتي، والمنهج الوظيفي، والمنهج المتكامل، والأخير هو ما يطلق عليه "القمة المزدوجة"، ويبرز الشكل (7-4)، الأسس التي يقوم عليها كل منهج، والدول الرئيسة التي تتبعه، ولا يمكن ادعاء أن أي منهج هو الذي يتمتع بالشمول والقوة اللذين يجعلانه أفضل من المناهج الأخرى؛ ولذا، فإن هناك توجهاً للكثير من الدول لالتزام ما لديها من نظم وطرائق للرقابة، وعدم التحول الجذري نحو نظم جديدة.

وفي الوقت ذاته، فإن هناك اهتماماً دولياً كبيراً بظاهرة تزايد عدد المؤسسات المالية الجديدة التي بدأت تلعب دوراً متعاظماً في النظام المالي، وظاهرة حجمها، من دون أن تكون خاضعة لأي من أجهزة التنظيم والرقابة، وتشمل هذه المؤسسات الحديثة: صناديق التحوط، وصناديق الاستثمار الخاصة، وصناديق الاستثمار المشتركة، وبنوك الاستثمار، وقد ازدهرت هذه المؤسسات في ظل الطفرة المالية العالمية، وعولمة أسواق المال، وتحرير حركة رأس المال، وبروز النموذج الجديد للوسائط الائتمانية كذلك، وهو الذي يقوم على إيجادها

وتوزيعهـا (Originate to Distribute)، لا إيجادهـا والاحتفـاظ بهـا، ويـضاف إلى تلـك المؤسسات، الكثير من موفري الخدمات؛ مثـل: نظـم المقاصـة والتـسويات، ومؤسـسات التصنيف الائتماني، ومؤسسات التدقيق المالي، وهي التي تزداد الدعوة إلى إخـضاع أعمالهـا لنظم وقواعد.[29]

الشكل (7 – 4)



الصفة القانونية للمؤسسة (سواء كانت مصرفاً أو وسيطاً أو شركة تأمين)، تحدد مجال خضوعها للهيئة المشرِّعة والمنظِّمة لمجالها، من حيث: الأمان والمتانة وطريقة أداء العمل.
الدول التي تطبق هذا النظام؛ هي: الصين، وهونج كونج، والمكسيك.

خضوع المؤسسة تحت أي هيئة مشرعة ومنظمة، يعتمد على طبيعة العمل الذي تقوم به، من دون النظر إلى صفتها القانونية،
وكل نوع من أنواع النشاطات قد يكون له هيئة منظمة مستقلة.
الدول المطبقة لهذا النظام؛ هي: البرازيل، وفرنسا، وإيطاليا، وإسبانيا.

وفق هذا النظام، يوجد هيئة واحدة شاملة، تقوم بالرقابة على السلامة ومتانة المؤسسات وتنظيم طرائق أداء العمل لكل فروع الخدمات المالية.
الدول المطبقة لهذا النظام؛ هي: كندا، وألمانيا، واليابان، وقطر، وسنغافورة، وسويسرا، وبريطانيا.

هذا المنهج يفصل بين وظيفتين، ويضعها بين هيئتين: الأولى مسؤولة عن التحقق من الأمان ومتانة المؤسسات، والثانية تركز على طرائق أداء العمل وتنظيمها.
وهناك دولتان مطبقتان لهذا النظام؛ هما: أستراليا وهولندا.

المصدر: من إعداد المؤلف.

ومن أهم النشاطات التي يحاول المشرّعون تقوية النظم والتشريعات المنظمة لها، الأسواق الموازية لتداول المشتقات المالية (Over– the–Counter, OTC)، ومن المعلوم أن هذه الأسواق هي من بين الكبرى في العالم، وتقدر بحوالي 600 تريليون دولار:

(أكثر من عشرة أمثال حجم الناتج المحلي العالمي)، وأكبر مكوناتها المقايضات في أسعار الفائدة، إلاّ أن الجزء الذي يلاقي الاهتمام الأكبر خلال الأزمة، هو سوق المشتقات الائتمانية (Credit Derivatives)؛ لأن الخسارة في هذه السوق، هي التي هددت شركة التأمين الأمريكية (AIG)، والتي أجبرت الحكومة الأمريكية على التدخل لإنقاذها في صفقة مالية، أما الخطر الآخر الذي جاء من هذه الأسواق، فقد برز بعد انهيار مؤسسة ليمان برذرز، وهي التي كانت من أكبر المتعاملين والوسطاء في الأسواق الموازية للمشتقات المالية.

وفي ظل التشريعات الحالية التي تقوم على أساس فلسفة السوق الحرة، فإن الكثير من المشتقات، إما مستثنى من التنظيم والرقابة أو معفى منهما، والاقتراح المقدم هو أن تخضع المشتقات جميعها لنظام مقاصة مركزي، وأن يتم تبادلها في إحدى أسواق المال الرسمية، من خلال نظام تبادل إلكتروني، وبالإضافة إلى ذلك، فإن هناك اتجاهاً للمطالبة بزيادة حجم رأس المال الذي ينبغي للبنك والمتعاملين بالمشتقات وضعه جانباً، للمشتقات التي لا يتم إخضاعها لنظام المقاصة؛ لتغطية المخاطر التي يمكن أن تعرض لها، أما الشركات التي تتعامل بالمشتقات، فتتاجر بها من خلال المصارف التجارية الكبيرة، والأموال التي تضعها لتغطية هذه التبادلات التي غالباً ما تكون مأخوذة من خط الائتمان الذي توفره هذه المصارف أو غيرها؛ كأن يعوض المصرف ذلك، من خلال الأخذ من أصول هذه الشركات، وإذا ما تم إقرار خضوع هذه المشتقات لنظام المقاصة؛ فإن هذا يعني أن على الشركات توفير أموال طائلة لتغطية تعاملاتها،[30] والإعسار من أحد المساهمين في السوق، أو التخوف من الإعسار، قد تكون لهما نتائج هائلة في السوق التي تتسم بالترابط والتشابك، وقد يكون لهما أثر الدومينو؛ حيث قد يتأثر الشريك الذي ليس لديه مشكلة من أوضاع المعسرين من شركائه؛ ونظراً إلى أن المؤسسات المالية الكبرى هي اللاعب الرئيس في الأسواق الموازية للمشتقات، فسيكون لتأثرها، أصداء مهمة وفورية على الأسواق المالية.

إن التوجه لتنظيم أسـواق المـال الدوليـة – كـما هـو متوقـع – لا بـد أن يولـد صراع المصالح، وخاصة بين الدول الكبرى؛ لمحاولة التخفيف من آثار هذه التنظـيمات في حجـم التعامل في أسواقها، وخلال الفترة الأخيرة، أعلن الكثير من المبادرات؛ ومن ذلـك: تلـك التي أعلنتهـا المفوضـية الأوربيـة بتـاريخ 20 تـشرين الأول/ أكتـوبر عـام 2009، والتـي تضمنت اقتراحاتها لتنظيم الأسواق الموازية للمشتقات المالية؛ ومنها: الجهود التشريعية في الولايات المتحدة، وهي التي بدأت بمسودة مشروع يـتم اعـتماده حاليـاً، كـما أن مجموعـة الدول العشرين، أصدرت بياناً بتاريخ 29 أيلول/ سبتمبر عام 2009، تظهر فيه عزمها على إصلاح هذه الأسواق، إلاّ أن هذه الجهود قد لاقت تحفظاً مـن بريطانيـا التـي تعتقـد بـأن بعض تلك الإصلاحات، قد يضر بالأسواق المالية والتحـديثات التـي تـتم فيهـا؛ ويعـود التحفظ البريطاني بشكل أساسي إلى حقيقة أن 43٪ مـن حجـم الـسوق الموازيـة المتعاملـة بالمشتقات المالية يوجد على أراضيها.[31]

يجسد أحد أوجه الإصلاح الأخرى في النظام المالي، بتقوية نظم المقاصـة وتعميمهـا، والمقاصة (Clearing)، عملية يتم من خلالها ضمان الصفقات بين طرفين متبايعين من بيت مقاصة أو غرفة مقاصة، وإذا ما أصاب الإعسار أحد الأطراف، فإن بيت المقاصة يـضمن نفاذ تلك الصفقة، وهذه الضمانة لم تكن إحدى خـصائص الأسـواق الموازيـة للمـشتقات المالية، وهي التي كان أحد أطرافها: المصارف التجارية، وكان ثمة مشاركون آخـرون مـن السوق، هم الطرف الآخر، وعند انهيار ليمان برذرز، عانت المئات من البنوك والمؤسسات المالية الأخرى، الانكشاف؛ وهذا أوجد الفزع والهلـع في الـسوق مـن مخـاطر الـشركاء في السوق بشكل عام، وأسهم في تدهور أسواق المال.

ومنذ ذلك الحين، يرى المشرّعون في الدول الصناعية أن تعميم نظام المقاصة؛ ليشمل الأسواق الموازية للمشتقات، هو من المكونـات الأساسـية لأي إصـلاح في النظـام المـالي، وقبل أن تكتمل هـذه التـشريعات، فـإن أسـواق البورصـة وبيـوت المقاصـة أسرعـت في

الحصول على حصة من هذه الكعكة الجديدة، من خلال إدخال نظم المقاصة على هذه المشتقات المالية؛ لاعتقادها بأن هذه التشريعات، قادمة لا محالة؛ ولذا، فهي تطمع في الحصول على مزيد من الإيرادات، ومن جانب آخر فإن بيوت المقاصة القائمة حالياً، تحذر المشرعين من إخضاع عدد كبير من المشتقات المالية لنظام المقاصة؛ لأن بعض هذه المشتقات، قد يشكل مخاطر أخرى تواجهها بيوت المقاصة، وخاصة إذا كانت الصفقات على تلك المشتقات ضعيفة أو في الحالات التي يصعب تقويمها أو تثمينها، من حيث قيمة تلك المشتقات.[32]

الخاتمة

الكتابة عن أزمة وهي في مرحلة التطور والتفاعل، تعد من دون شك، ضرباً من المجازفة؛ إذ إن العالم كله، بما فيه مؤسساته المتخصصة، لا يدري حتى الآن: متى سيكتب آخر فصول هذه الأزمة، وما حجم الخسائر التي عليه أن يتحملها في نهاية المطاف، وما التغييرات في نظمه المالية والتشريعية التي عليه أن يجريها، ويتعايش وإياها، إذا ما أراد تجنب تكرار حدوثها. وهذا الكتاب، حاول - بدلاً من تقديم تقرير يقيني لمجرى الأحداث القادمة - بسط أسباب الأزمة وجذورها، وقارن آلياتها إلى ما سبقها من أزمات في التاريخ المعاصر، خلال القرنين الماضيين أو القرون الثلاثة الماضية. وهناك أمران لا شك فيهما حتى الآن: الأول هو أن هذه الأزمة ستثبت أنها أكثر عنفاً وقوة واتساعاً وانتشاراً وتكلفة، من بين جميع الأزمات المالية والاقتصادية التي شهدها العالم في تاريخه الحديث على الأقل، والثاني أنه لم يحدث خلال القرن الماضي - على الأقل - أن عملت أزمة مالية على هزّ الأسس الفكرية والعملية للاقتصاد الحر وإضعافها؛ مثلما عملت هذه الأزمة، وفي ظلها بدأ فكر قديم يؤمن بملكية الحكومة، أو بتدخلها القوي يفرض نفسه ثانية، وحدت حدّة الأزمة بالدعوة إلى إعادة تدخل الحكومة في النشاط الاقتصادي؛ أن تتجاوز حدودها المعقولة؛ لتصبح دعوة إلى عودة الاقتصاد الموجه.

ولأن الغرض هنا، ليس تلخيص ما ورد في الكتاب من أفكار وإحصاءات وأحداث، فإن ذلك لا يمنع من تقديم ملاحظات عامة حول الأزمة والتعامل وإياها حتى الآن، وهذه، في كل الأحوال لن تغني عما ورد في الدراسة من فكر ورأي. والملاحظة الأولى، هي أن دول العالم نجحت بدرجة كبيرة في التصدي للأزمة في بداياتها بجدية ومنهجية واضحتين؛ وهذا كان له أكبر الأثر في الحد من انتشارها، وتخفيف غلوائها، وقد قامت تلك الجهود على سياسات وطنية في كل دولة وحدها، وجهود جماعية لم تقتصر على الدول

المتقدمة وحدها، بل شملت أيضاً، معظم الدول النامية، في تناسق لم يسبق له مثيل، في التعامل والأزمات الماضية، إلا أن تلك الجهود تشبه إلى حد بعيد إطفاء النار العاتية، ثم الركون إلى الراحة من دون إكمال المشوار بخطوات تضمن عودة عجلة الاقتصاد السابقة إلى ما كانت عليه، وتضع الأسس؛ لمنع تكرار اندلاع الحرائق ثانية، والصراع الذي ينشب الآن بين الدول الرئيسة في العالم حول النوع والمدى والإلزامية للتنظيمات والتشريعات المطلوب استحداثها وتفعيلها لضبط أسواق المال الجامحة ومؤسسات الاستثمار غير المنضبطة، وإعادة صوغ المنظمات الاقتصادية العالمية وإصلاحها، أمور تدل أن العالم مايزال يعيش في عقلية ما قبل الأزمة؛ حيث تقدم المصالح الوطنية الضيقة، وإن حمل ذلك في طياته المخاطر للنظام العالمي ككل؛ ففي الولايات المتحدة ينشب صراع مرّ بين الحزبين الرئيسين الديمقراطي والجمهوري، حول نظم الرقابة على المصارف والمؤسسات المالية الأخرى، وتبعيتها لمجلس الاحتياطي الفيدرالي، أو مؤسسة مستقلة أخرى، وحول الضريبة على المصارف؛ لضمان قدرة هذه المؤسسات على تغطية تكاليف إخفاقها في المستقبل، وحول: هل سيسمح باستمرار المؤسسات المالية الكبرى التي تمارس أنواع النشاطات المالية والاستثمارية كافة أو لا؟ وهي التي درج العرف على ألا تسمح؛ بسبب حجمها وأهميتها بإخفاقها، أما في أوربا فالصراع بين دول القارة يدور حول الأجل الذي يجب – وفقه – تقنين صناديق التحوط، وجدوى الضريبة على البنوك وحجمها. والصراع بين الدول المتقدمة وخاصة في أوربا وبين الدول النامية مركّز حول إعادة هيكلة المنظمات المالية الدولية، وخاصة صندوق النقد الدولي، والبنك الدولي، ونظم التمويل، والحصص والتصويت. وهذا الصراع المتعدد ينبئ أن العالم لم يستفد حتى الآن من زلته، وأن الدول الصناعية لا تريد إحداث إصلاحات مهمة؛ لأن ذلك قد يترتب عليه الإضرار بمصالحها.

والملاحظة الثانية، هي أن السبب الرئيس للأزمة المالية الأخيرة، ومعظم الأزمات السابقة، إن لم تكن جميعها، هو الانفصام واتساع الهوة بين النشاط الاقتصادي الحقيقي والنشاط المالي، ووجود فجوة معقولة بين القطاعين قد يكون ضرورياً؛ لإتاحة الفرص

أمام المؤسسات الاقتصادية؛ لتنويع محافظها ومصادر تمويلها؛ ولأن الائتمان القوي أصبح أحد الشروط المهمة للازدهار والانتعاش فإن اتساع الفجوة يدفع باتجاه النشاطات المضاربية التي تعتمد على تضخيم قيم الأصول، وبروز الفقاعات، وخاصة في أسواق الأسهم والعقارات، وما يتبعها - بعد انفجار تلك الفقاعات - من تأثير في قطاعات الإنتاج الحقيقية. وبالرغم من تكرار حدوث تلك الفقاعات، فإن المحاجة التي كانت تحول دون التصدي لها في أثناء تكونها، هي أنه لا يمكن الجزم دائماً بأن كل ارتفاع في أسعار الأصول هو بالضرورة فقاعة؛ ومن ثم، فلا يوجد أسس علمية لتقدير ذلك، إلا أن جهود بعض الدول الآن تتجه، بدلاً من تعريف الفقاعات وخصائصها لمحاولة منع بعض أنواع النشاطات المضاربية، وخاصة من خلال التحكم في أسواق المشتقات والأدوات المالية الحديثة وإخضاعها للأسس نفسها التي تقوم عليها أسواق المال؛ أي وجود نظم للتسويات والمقاصة الآنية التي لا تسمح بتراكم الديون والإعسار.

والملاحظة الثالثة، هي أنه لوحظ من الأزمات الماضية - والأزمة الأخيرة منها لا تشكل استثناءً - أن الهروب من أزمة؛ قد يؤدي إلى إيجاد أزمات جديدة: فالهروب من الدولار الضعيف؛ يؤدي إلى تضخم قيمة الأصول: (فقاعة الأصول)، وارتفاع أسعار المواد الأولية، كما قد يؤدي إلى ارتفاع غير حميد في أسعار صرف العملات الرئيسة الأخرى، ومكافحة احتمالات حدوث ركود قد يؤدي، كما هي الحال الآن، إلى العجز المالي والتمويل التضخمي؛ ومن ثم التعايش ومعضلة جديدة، هي اختلال موازنات الحكومات. والتصدي لهذه الأزمة تطلب من الدول الرئيسة في العالم، بما فيها بعض الدول النامية الكبرى، اللجوء إلى الديون؛ لتمويل مؤسساتها المالية المتعثرة، وإنقاذ البنوك التي أشرفت على الإفلاس، واستحداث برامج تمويل تحفيزية؛ لبعث الروح في الاقتصاد ثانية؛ ونتيجة لذلك، ارتفعت المديونية في هذه الدول إلى مستويات قياسية؛ وقد أثر هذا، في قيمة عملاتها في أسواق الصرف، وحجم السيولة المتاحة في اقتصادها، ورفع احتمالات عودة التضخم ثانية، من دون وجود بوادر انفراج لمشكلة البطالة؛ وهذا ما دعا بعض المفكرين إلى التبشير به من خلال قرب عودة ظاهرة الركود التضخمي التي

سادت في مطلع السبعينيات من القرن الماضي، أو ربما عودة الكساد الكبير. ومما لا شك فيه، أن ظاهرة العجز المالي المتراكم، ستكون عنوان المرحلة القادمة، وسيعتمد الانتعاش الاقتصادي وديمومة النمو والخروج النهائي من الأزمة، على الطريقة التي ستتعامل - وفقها - هذه الدول وظاهرة العجز. والواقع أن الدول الرئيسة في العالم الآن، بين خيارين، أحلاهما مر: الأول هو الاستمرار في السياسات التوسعية؛ لضمان عدم انهيار الانتعاش الاقتصادي الذي بدأ على استحياء، وأنه يترنح كلما أطلت في الأفق أخبار حزينة، والثاني هو وقف النزف المالي؛ خشية آثاره المدمرة في الاقتصاد في المستقبل، مع ما يترتب على ذلك من زيادة احتمالات عودة الأزمة ثانية. وقد أخذ العجز أبعاداً مختلفة وضخمة في الدول الأوربية التي ترتبط بنظام العملة الموحدة؛ مثل: اليونان حالياً، ودول أخرى في المنظومة ذاتها؛ مثل: إسبانيا وإيطاليا في المستقبل المنظور. ومرة أخرى، نجد أن النتائج التي ستتمخض عنها التجربة اليونانية، ستتجاوز في مداها، جيرانها الذين يرتبطون معها بالنظام نفسه إلى الدول الأخرى التي تسعى لإيجاد نظم اقتصادية تكاملية؛ مثل: دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية.

والملاحظة الرابعة، هي حول معضلة الدولار؛ بوصفه العملة الدولية الرئيسة، وانعكاس ذلك على السيولة العالمية والاستقرار المالي وحركة التجارة الدولية؛ ففي الماضي القريب شكل حجم الاقتصاد الأمريكي والثقة العالية به، الأساس لدعم الدولار والقبول به وسيطاً في التسويات الدولية، وفي أن يعد عملة الاحتياط الرئيسة، إلا أن الأزمة المالية هزت تلك الثقة في الصميم، وأصبحت الدول من دون استثناء تتطلع إلى البحث عن بديل للدولار؛ لا لضمان استقرار عملاتها المحلية، وإنما للحفاظ أيضاً، على قيمة الاحتياطيات المالية التي تحتفظ بها، والتي يشكل الدولار الجزء الأكبر منها. وثمة جانب آخر من المعضلة، يمثل بأن الانتعاش الاقتصادي في الولايات المتحدة ومواجهة المؤسسات المالية المتعثرة فيها، يتطلبان إصدار سندات حكومية بكميات هائلة لتمويل هذا العجز، والسؤال هو: من سيشتري هذه السندات في الحاضر والمستقبل؟ ويقدر نيل فيرجسون (Niall Ferguson)، قيمة هذه السندات بحوالي 1,7 من التريليونات عام 2009

وحده، يضاف إليها أضعاف هذا المبلغ في المستقبل القريب، وهو يقدر أيضاً، أن حوالي نسبة 60٪ من سندات الخزانة الأمريكية الآن، مملوكة لغير الأمريكيين، وأن هؤلاء قاموا بشراء حوالي 75٪ من السندات الجديدة، خلال السنوات الخمس الماضية،[1] إلا أن طلب الدول الأجنبية على السندات الحكومية الأمريكية ينخفض؛ بسبب انخفاض الحساب الجاري: (معدلات الادخار)، لدى الأمم الأخرى، والبديل الآخر، هو زيادة معدل الادخار في الولايات المتحدة، إلا أن هذا المعدل قد انخفض إلى أقل من الصفر عام 2005، وكانت نسبته حوالي 7٪ بالمتوسط، خلال الثمانينيات من القرن العشرين؛ وزيادة معدلات الادخار ستعني – من دون شك – انخفاض الاستهلاك، والبديل الآخر، هو أن يقوم الاحتياطي الفيدرالي باستيعاب جانب من هذه السندات؛ أي طبع المزيد من الدولارات؛ وهذا سيؤثر في قيمة الدولار في أسواق الصرف العالمية؛ ومن ثم في قيمة الاحتياطيات المالية للدول الأخرى.

وقد مر بنا في ثنايا البحث، أن الدولار؛ كان سبباً مهماً وآلية رئيسة في انتقال الأزمة المالية وسرعة انتشارها على مستوى العالم، وبالرغم من إدراك دول العالم هذه الحقيقة، فإن القليل قد تم عمله حتى الآن؛ لمحاولة إيجاد بديل واقعي وبديل عملي للدولار؛ بوصفه عملة دولية. وقد دفعت الأزمة المالية الأخيرة الدول الرئيسة إلى الموافقة على إصدار جديد لوحدات حقوق السحب الخاصة، (وهي أصل احتياطي دولي أنشأه صندوق النقد الدولي)، إلا أن هذه، ماتزال تشكل جزءاً يسيراً من السيولة العالمية، وهي مخصصة لعمليات الإقراض التي يقوم بها الصندوق لأعضائه فقط، أما التطلعات إلى أن يلعب اليورو دوراً أكبر في الساحة الدولية، فأصبح محلها الشك الآن؛ بسبب الأزمة المالية التي تواجه اليونان، وعدداً من الدول الأخرى الأعضاء في الاتحاد النقدي الأوربي، وبالرغم من وجاهة الاقتراح الذي قدمه كينز، قبل أكثر من نصف قرن، حول استحداث عملة دولية من مؤسسة مستقلة، فإن الدول ذات العملات الرئيسة في العالم، لا تُبدي اهتماماً بهذا الاقتراح، بالرغم من وجاهته وتجدد المطالبة به من بعض المنظمات الدولية؛ وستبقى

هذه المعضلة تلقي ظلالها على الاقتصاد العالمي، وتهدد بحدوث أكبر وأعمق لأزمات؛ بسبب العجز المالي الكبير الذي راكمته الولايات المتحدة في أثناء هذه الأزمة الأخيرة.

والملاحظة الخامسة، تتعلق بالجهود الدولية لإصلاح المؤسسات المالية العالمية؛ فهذه المؤسسات - وخاصة ما يطلق عليه مؤسسات بريتون وودز: (صندوق النقد الدولي والبنك الدولي) - تعكس في هياكلها وآليات اتخاذ القرار فيها مرحلة ما بعد الحرب العالمية الثانية، وهي التي كان الاقتصاد العالمي يسيطر عليه كل من: الولايات المتحدة، وأوربا. وخلال نصف القرن الماضي، حدثت تطورات مهمة على هيكل الاقتصاد العالمي، وبرزت دول ضمن العالم الثالث، أصبحت تلعب دوراً أكبر في الإنتاج والاستثمار والتجارة؛ مثل: الصين والهند والمكسيك والبرازيل وروسيا، إلا أن الدور الذي تلعبه هذه الدول وغيرها في المنظمات الدولية وفي المؤسسات المالية الأخرى، مايزال لا يعكس التطورات في هيكل الاقتصاد العالمي، وقد كان من ضمن الآثار التي ترتبت على الأزمة الأخيرة، توسيع دائرة اتخاذ القرار الاقتصادي العالمي، من الدول الثماني إلى مجموعة العشرين، إلا أن ذلك ذاته لا يعد كافياً، والعالم بحاجة إلى مأسسة هذه التغيرات؛ لتصبح جزءاً من النظام العالمي، لا أن تعد منحة تعطى أوقات الأزمات، ثم يتم التنصل منها بعد ذلك، وينبغي أن تشمل جهود الإصلاح أيضاً، المؤسسات المالية التي أنشئت بغير اتفاق دولي، وإن كانت تمارس وظائف مهمة؛ مثل: بنك التسويات الدولي (BIS)، ومجلس الاستقرار المالي (FSB).

الهوامش

الفصل الأول

1. انظر:

William Gwinner and Anthony Saunders, "The Sub Prime Crisis: Implications for Emerging Markets," The World Bank, *Policy Research Working Paper*, WPS/4726 (September 2008), p. 10, 14.

2. .Ibid., pp. 10-11

3. لخلفية تاريخية عن هاتين المؤسستين، وأهم التطورات التي طرأت عليهما، انظر:

John Calverley, *When Bubbles Burst: Surviving the Financial Fallout* (London: Nicholas Brealey Publishing, 2009).

وانظر أيضاً:

Helen Thompson, "The Political Origins of the Financial Crisis: The Domestic and International Politics of Fannie Mae and Freddie Mac," *The Political Quarterly*, Vol. 80, No. 1 (January-March 2009).

4. .Calverley, op. cit., pp. 103-104

5. .Thompson, op. cit., p. 11

6. انظر:

Sitikantha Pattanaik, "The Global Financial Stability Architecture Fails Again: Sub-Prime Crisis Lessons for Policymakers," *Asian-Pacific Economic Literature* Vol. 23, No. 1 (May 2009), pp. 22-23.

7. .Thompson, op. cit., p.18

8. .Calverley, op. cit., pp. 102-103

9. انظر:

Alexander Davidson, *How the Global Financial Markets Really Work* (London: Kogan Page, 2009), pp.17-18.

10. انظر:

Robert Shiller, *The Sub-Prime Solution: How Today's Global Financial Crisis Happened, and What to do about it* (Princeton: Princeton University Press, 2008), p. 51.

11. Calverley, op. cit., p. 105.

12. انظر:

Christopher Foote, Kristopher Gerardi, Lorenz Goette and Paul Willen, "Subprime Facts: What (We Think) We Know about the Subprime Crisis and What We don't," Federal Reserve Bank of Boston, *Public Policy Discussion Papers Series* No. 08-2 (2008), pp. 2-4.

13. انظر:

George Soros, *The Crash of 2008 and What It Means* (New York: Public Affairs, 2008), p. xvii.

14. Calverley, op. cit., p. 108.

15. Ibid., pp. 108-109.

16. Soros, op. cit, pp. xviii-xix.

17. Gwinner and Saunders, op. cit., pp. 12-14.

18. للاطلاع على الأرقام في فترة السبعينيات والثمانينيات، انظر:

Morris Goldstein et al., "Determinates and Systemic Consequences of International Capital Flows," *IMF Occasional Paper* No. 77 (April 1991), p. 5.

وللاطلاع على الإحصاءات الحديثة، انظر:

Bank of International Settlement, "International Banking and Financial Market Development," *BIS Quarterly Review* (June 2009), p. 24.

19. Shiller, op. cit., pp. 32-33.

20. Ibid., pp. 39-40.

21. انظر:

Michael Bordo, "An Historical Perspective on the Crisis of 2007-2008," Remarks prepared for the Central Bank of Chile Twelfth Annual Conference on *Financial Stability, Monetary Policy and Central Banking*, Santiago, Chile, November 6-7, 2008, p. 7.

وانظر أيضاً: Calverley, op. cit., pp. 11-12.

الفصل الثاني

1. انظر:

Mckinsey Global Institute, *Global capital markets entering a new era*, September 2009.

2. انظر:

IMF, *Global Financial Stability Report: Navigating the Financial Challenges Ahead* (Washington, DC: IMF, October 2009).

3. .Ibid., p. 5

4. .Ibid., p. 9

5. انظر:

Martin Sommer, "Why Has Japan Been Hit So Hard by the Global Recession?" *IMF Staff Position Note*, SPN/09/05 (March 18, 2009), p. 4.

6. .Davidson, op. cit., p. 15

7. انظر:

Nathaniel Frank and Heiko Hesse, "Financial Spillovers to Emerging Markets During the Global Financial Crisis," *IMF Working Paper*, WP/09/104 (May 2009), pp. 6–8.

8. هناك عدد من الدراسات التي حاولت قياس آثار الأزمة المالية العالمية في الدول النامية؛ ومنها: الدول المنخفضة الدخل؛ ومن هذه الدراسات أيضاً:

The World Bank, "Protecting Progress: The Challenge Facing Low-Income Countries in the Global Recession," Background Paper Prepares by World Bank Group Staff for the G-20 Leaders meeting, Pittsburg, USA, September 24–25, 2009.

وكذلك:

IMF, *The Implications of the Global Financial Crisis for Low-Income Countries* (Washington, DC: IMF, March 2009).

9. انظر:

.The World Bank, "Protecting Progress …," op. cit., p. 4

10. .Ibid., p. 4

.11 .Ibid., p. 5

.12 .Ibid., pp. 5-6، وكذلك: .IMF, *The Implications* ..., op. cit, p. 14

.13 .Ibid., p. 7

.14 انظر:

Overseas Development Institute (ODI), "The Global Financial Crisis and Developing Countries," *Working Paper* 306 (June 2009), p. 1.

.15 .Ibid., pp. 2-4

.16 .Ibid., p. 4

.17 .Ibid., p. 7

.18 المؤشرات مستمدة من: صندوق النقد العربي وآخرين، **التقرير الاقتصادي العربي الموحد** (أبوظبي: صندوق النقد العربي، أيلول/ سبتمبر 2009).

.19 **التقرير الاقتصادي العربي الموحد**، مرجع سابق، ص130.

.20 جمال الدين زروق وآخرون، **أوضاع القطاع المصرفي في الدول العربية وتحديات الأزمة المالية العالمية** (أبوظبي: صندوق النقد العربي، أيلول/ سبتمبر 2009).

.21 لا توجد إلا دراسات قليلة عن آثار الأزمة المالية العالمية في الدول العربية، وبالإضافة إلى ما احتواه **التقرير الاقتصادي العربي الموحد** لعام 2009، هناك دراستان قامت بهما إحدى وكالات الأمم المتحدة، هي: اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا (الإسكوا)، وقد اعتمد المؤلف على بعض ما جاء في هاتين الدراستين، انظر:

Economic and Social Commission for Western Asia (ESCWA), *The Impact of the International Financial and Economic Crisis on ESCWA Member Countries: Challenges and Opportunities* (New York: UN publications, September 2009).

وانظر أيضاً:

ESCWA, *The Impact of the Global Financial Crisis on the World Oil Market and its Implications for the GCC Countries* (New York: UN publications, March 2009).

.22 للاطلاع على ملخص جيد لتطور الفكر الاقتصادي، انظر:

B. Sandelin, H. M. Troutwein and R. Wundrak, *A Short History of Economic Thought*, 2nd ed. (London: Rutledge, 2008).

وانظر أيضاً:

Roger E. Backhouse, *The Penguin History of Economics* (London: Penguin, 2002).

23. انظر:

IMF, *World Economic Outlook* (Washington, DC: IMF, April 2009), pp. 6–7.

24. انظر:

Fiscal Affairs Department, "Fiscal Implications of the Global Economic and Financial Crisis," *IMF Staff Position Note* (June 2009), p. 6.

25. انظر تفاصيل ذلك في: Ibid., p. 7.

26. انظر:

Fiscal Affairs Department, "The State of Public Finance Cross-Country Fiscal Monitor," *IMF Staff Position Note* (November 2009), p. 14.

27. Ibid., pp. 14-15.

28. Ibid., p. 18.

الفصل الثالث

1. لنظرة عامة عن تطور النظام النقدي العالمي، انظر:

Barry Eichengreen, *Globalizing Capital: A History of the International Monetary System* (Princeton: Princeton University Press, 2008), pp. 8-11.

وانظر أيضاً:

Ronald McKinnon, "The World Standard and Globalization: New Rules for the Game?" 2005, pp. 2-3. The paper can be obtained from: http://www.stanford.edu/-mckinnon.

2. انظر:

Richard Duncan, *The Dollar Crisis: Causes, Consequences, Cures* (Singapore: John Wiley & Sons - Asia, 2005), pp. 8-9.

3. Ibid., pp. 8-9.

4. Eichengreen, op, cit., pp.17-18.

5. Ibid., p. 22.

6. McKinnon, op. cit., p. 8.

7. Eichengreen, op. cit., pp. 44-45.

8. Ibid., p. 43.

9. Ibid., p.62.

10. Ibid., p. 89.

11. لمعرفة الخلفية التاريخية لنشأة نظام بريتون وودز، انظر:

Keith Pilbeam, *International Finance*, 3rd ed. (London: Pelgrave Macmillan, 2006), pp. 262-263.

12. McKinnon, op. cit., p.13.

13. Ibid., p.12.

14. Eichengreen, op. cit., pp. 100-101.

15. انظر:

Michael Bordo and Harold James, "The U.S. Dollar and its Role in the International Monetary Order," National Bureau of Economic Research (NBER), (December 2008), pp. 2-3.

16. Pilbeam, op. cit., pp. 271-272.

17. انظر: Ibid., p. 268.

وانظر كذلك:

Johannes Wiegand, "Bank Recycling of Petro Dollars to Emerging Market Economies during the Current Oil Price Boom," *IMF Working Paper*, WP/08/180 (2008), p. 4.

18. McKinnon, op.cit., pp. 29-30.

19. انظر:

Gian Maria Milesi-Ferretti, "Fundamentals at Odds? The U.S. Current Account Deficit and the Dollar," *IMF Working Paper*, WP/08/260 (2008), pp. 6-7.

20. Bordo & James, op. cit., p. 5.

الفصل الرابع

1. *BIS Quarterly Review* (June 2009), op. cit., p. 30.

2. انظر:

Niall Ferguson, *The Ascent of Money: A Financial History of the World* (London: Allen Lane, 2008), pp. 4-5.

3. انظر:

Peter Dicken, *Global Shift: Mapping the Changing Contours of the World Economy*, 5th ed. (London: SAGE Publications, 2007), pp. 32-35.

4. Ibid., pp. 41–42.

5. Davidson, op. cit., pp. 9–10.

6. انظر:

Niall Ferguson, "The Descent of Finance," *Harvard Business Review* (July-August 2009).

7. Ibid.

8. انظر:

Frederic S. Mishkin, *The Next Great Globalization* (Princeton: Princeton University Press, 2006), pp. 6-7.

9. Dicken, op. cit., p. 388.

10. Ibid., pp. 388–389.

11. انظر:

McKinsey Global Institute, *Mapping Global Capital Markets*, Fifth Annual Report, October 2008, p. 11.

12. Ibid., p. 12.

13. Ibid., p. 10.

14. Ibid., p. 12.

15. نشر بنك التسويات الدولية عدداً من المسوح لصفقات المشتقات المالية، كما أنه ينشر عنها إحصاءات في تقاريره ربع السنوية والسنوية. انظر:

Bank of International Settlement (BIS), "New Development in Clearing and Settlement Arrangements for OTC Derivatives," March 2007; And "Triennial Central Bank Survey, Foreign Exchange and BIS," *BIS Quarterly Review* (September 2009).

16. Davidson, op. cit., pp. 143–144.

17. *BIS Quarterly Review* (September 2009), op. cit.

18. انظر:

Steven Drobny, *Inside the House of Money: Top Hedge Fund Traders on Profiting in the Global Markets* (New Jersey: John Wiley & Sons, 2006), p. 2.

19. انظر:

Barry Eichengreen and Donald Mathieson, "Hedge Funds: What do We Really Know?" IMF, *Economic Issues* No. 19 (September 1999), p. 3.

20. Ibid., pp. 3-4.

21. Ibid., pp. 3-4.

22. Eichengreen & Mathieson, op. cit.

23. Ibid.

24. هذه الدراسة هي مقابلات موسعة مع مؤسسي هذه الصناديق أو مديريها. انظر:

Drobny, op. cit.

25. Ibid., pp. 14-15.

26. Ibid., p. 21.

27. Ibid., p. 12–13, p. 17.

28. Ibid., p. 21-23.

29. Davidson, op. cit., pp. 94– 95.

30. انظر:

Amadou Sy, "The Systemic Regulation of Credit Rating Agencies and Rated Markets," *IMF Working Paper*, WP/09/129 (June 2009), pp. 11–12.

31. Ibid., p. 3.

32. Ibid., p. 3.

33. Ibid., pp. 7-8.

34. Ibid., p. 6.

الفصل الخامس

1. انظر:

Age Bakker and Bryan Chapple, "Advanced Country Experiences with Capital Account Liberalization," *IMF Occasional Paper* 214 (2002), p.1.

2. Ibid., pp. 4.

3. Ibid., pp. 5.

4. انظر:

G.K. Helleiner (ed.), *Capital Account Regimes and the Developing Countries* (London: Macmillan Press, 1999), p. 4.

5. Ibid., pp. 17–18.

6. انظر:

Eswar Prasad, M. Ayhan Kose, Kenneth Rogoff and Shang-Jin Wei, "Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence," *IMF Occasional Paper* 220 (March 2003), p. 7.

7. لمراجعة هذه الأدبيات، انظر: Helleiner, op. cit., pp. 12–13; And Prasad et al., op. cit., p. 7.

8. انظر:

Barry Eickengreen, "Capital Account Liberalization: What do Cross – Country Studies Tell Us?", *World Bank Economic Review* Vol. 15 (October 2001), pp. 341–365.

9. انظر: Prasad et al., op. cit.

10. Helleiner, op. cit., pp. 9-10.

11. Ibid., pp. 17-18.

12. .Ibid., pp. 29-30

13. 13. انظر:

Akia Ariyoshi, K. Habermeier, B. Laurens, L. Olker-Robe, J.I. Canales-Krilijenko and A. Kirilenko, "Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization," *IMF Occasional Paper* 190 (December 2000).

14. .Ibid., p. 53

15. انظر في ذلك: .Sbracia & Zaghini, op. cit., p. 728

16. انظر:

Inwon Song, "Foreign Bank Supervision and Supervisors," *IMF Working Paper*, WP/04/82 (2004), p. 3.

17. انظر:

Rochet, Jean-Charles, "An Industrial Organization Approach to the Too Big to Fail Problem," Paper prepared for the Federal Reserve Bank of Boston 54th Economic Conference, October 21-23, 2009, p. 5.

18. انظر:

Steven Seeling and Alicia Novoa, "Governance Practices at Financial Regulatory and Supervisory Agencies," *IMF Working Paper*, WP/09/135 (2009), p. 6.

19. انظر في ذلك:

IMF, "Lessons of the Financial Crisis for Future Regulation of Financial Institutions and Markets and for Liquidity Management," February 4, 2009, p. 7.

20. .Rochet, op. cit., p. 2

21. للاطلاع على مناقشة لأهم أفكار هذين الفريقين، انظر:

Meir Statman, "Regulating Financial Markets: Protecting Us from Ourselves and Others," *Financial Analysts Journal* (2009), p. 2.

22. انظر:

David M. Mason, "Credit Derivatives: Market Solusions to the Market Crisis," Heritage Foundation, *Backgrounder* No. 2262 (April 23, 2009).

23. انظر:

Alan S. Blinder, "It's Broke, Let's Fix It: Rethinking Financial Regulation," Paper presented at Federal Reserve Bank of Boston Conference, Chatham, Mass., October 23, 2009, pp. 9–10.

24. Rochet, op. cit., p. 6.

25. حول نشأة مراكز الأوفشور وأسبابها وتطورها، انظر:

Ahmed Zorone, "Concept of Offshore Financial Centers: in Search of an Operational Definition," *IMF Working Paper* WP/07/87 (April 2007); And IMF, "Offshore Financial Centers," Background paper, June 2000.

وانظر أيضاً:

Andrew K. Rose & Mark M. Spiegel, "Offshore Financial Centers: Parasites or Symbionts," April 2006, Available at: http://faculty.haas.berkeley.edu/arose.

26. انظر: Ibid.

27. "Ports in a storm," *Financial Times*, 18 November 2009.

الفصل السادس

1. لنظرة عامة إلى أهم الأزمات المالية، انظر:

Larry Neal and Marc Weidemier, "Crises in the Global Economy from Tulips to Today: Contagion and Consequences," in: Michael Bordo Alan Taylor and Jeffery Williamson (eds), *Globalization in Historical Perspective* (Chicago: The University of Chicago Press, 2003).

وانظر أيضاً: Calverley, op. cit., pp. 1-3.

2. انظر:

Martin Wolf, *Fixing Global Finance* (Baltimore: The Johns Hopkins University Press, 2008), p. 30.

3. Ibid., p. 30.

4. انظر:

L. Laeven & F. Valencia, "Systemic Banking crises: A new Database," *IMF Working Paper*, WP/08/224 (September 2008), pp. 5–6.

5. Mishkin op., cit., pp. 50– 51.

6. Ibid., pp. 57-58.

7. Neal & Weidenmier, op. cit., pp. 476 – 477.

8. Ibid., pp. 477-478.

9. Ibid., pp. 480– 483.

10. Ibid.

11. Calverley, op. cit., pp. 28- 29.

12. Ibid. pp.28 – 29.

13. Ibid., pp. 30-31.

14. هناك دراسات كثيرة تغطي أحداث الكساد العالمي الكبير 1929 – 1933؛ ومن أهمها:

John K. Galbraith, *The Great Crash of 1929* (London: Penguin Books, 1992).

وكذلك:

Ben S. Bernanke, *Essays on the Great Depression Princeton* (Princeton University Press, 2004).

15. Calverley, op. cit., pp. 35–36.

16. Bernanke, op. cit., pp. 6–7.

17. Drobny, op. cit., pp. 18–20.

18. انظر:

Carl-Johan Lindgren et al., "Financial Sector Crisis and Restructuring: Lessons from Asia," *IMF Occasional Paper* 188 (1999), pp. 11–12.

19. انظر في ذلك: Goldstein, op. cit., pp. 14-16.

20. Drobny, op. cit., pp. 18-20.

21. Lindgren, op. cit., pp. 9-10.

22. انظر: Drobny, op. cit., pp. 21–23، وانظر أيضاً:

IMF, *World Economic Outlook* (Washington, DC: IMF, October 1998), pp. 61–62.

23. انظر:

Paul Krugman, *The Return of the Depression Economics The and the Crisis of 2008* (London: Penguin Books, 2008).

24. Calverley, op. cit., pp. 42-43.

25. Ibid. pp. 44-45.

وحول تجربة اليابان مع الركود الاقتصادي، انظر أيضاً:

Richard C. Koo, *The Holy Grail of Macroeconomics: Lessons from Japan's Great Recession* (Singapore: John Wiley & Sons, 2008).

26. Ibid., pp. 47–48.

27. Ibid., p. 57.

28. Mishkin, op. cit., pp. 72–73.

29. Ibid., pp. 78-79.

30. Ibid., pp. 82-83.

31. Ibid., p. 109.

32. Ibid., pp. 115-116.

33. Ibid., pp. 123-124.

الفصل السابع

1. انظر:

George Akerlof and Robert Shiller, *Animal Spirits; How Human Psychology Drives The Economy; and Why it Matters for Global Capitalism* (Princeton: Princeton University Press, 2009).

2. انظر المقالة الآتية:

George Monbiot, "Keynes is Innocent: The Toxic spawn of Bretton Woods was no plan of his," *The Guardian*, 18 November 2008.

3. للحصول على خلفية لظروف نشأة وحدات حقوق السحب الخاصة ومسوغاتها، انظر:

Peter Clark and Jacques J. Polak, "International Liquidity and the Role of the SDR in the International Monetary System," *IMF Working Paper*, WP/02/217 (December 2002).

4. انظر:

S. S. Anklesaria Aiyan, "An International Monetary fund Currency to Rival the Dollar? Why special Drawing Rights can't Play that Role," Cato Institute, *Development Policy Analysis*, no. 16 (July 2009), p. 6.

5. Ibid., p. 2.

6. Clark & Polak, op. cit., p. 3.

7. انظر:

IMF, "The Debate on the International Monetary System," *IMF Staff Position Note*, SPN/09/26 (November 2009), pp. 6-7.

8. Ibid., p. 8.

9. انظر:

C. Fred Bergsten, "The Dollar and the Deficits," *Foreign Affairs* (November/December 2009).

10. انظر:

Mckinsey Global Institute, "An exorbitant privilege? Implications of Reserve Currencies for Competitiveness," Discussion Paper, December 2009, pp. 8– 9.

11. Ibid., p. 10.

12. Bordo and James, op. cit., pp. 11–12.

13. Ibid., p. 13.

14. Ibid., p. 14.

15. انظر:

Peter Garnhan, "An orderly decline," *Financial Times,* 2 November 2009 (Supplement).

16. Bergsten, op. cit., p. 4.

17. انظر:

Jeffrey Frankel, "What's In and Out in Global Money," *Finance and Development* (September 2009), p. 15.

18. IMF, "The Debate on the…," op. cit., p. 18.

19. Ibid., p. 20.

20. مجموعة الأربع والعشرين الحكومية الدولية المعنية بالشؤون النقدية والتنمية (G-24)، أسست عام 1971؛ بهدف تنسيق مواقف الدول النامية حول القضايا النقدية والمالية والتنموية العالمية؛ ومن أبرز

أعضائها: البرازيل والأرجنتين وفنزويلا وجنوب إفريقيا والهند وباكستان وإيران، إلى جانب أربع دول عربية هي: الجزائر ومصر وسورية ولبنان. وللمزيد حول هذه المجموعة، انظر الموقع الرسمي لها على شبكة الإنترنت (www.g24.org).

21. مجموعة الثلاثين (Group of Thirty)، هي مجموعة استشارية غير حكومية وغير ربحية، تضم أبرز الشخصيات الاقتصادية والمالية الدولية من القطاعات العامة والخاصة والأكاديمية، وقد أسست المجموعة عام 1978؛ بهدف تعميق فهم القضايا المالية والاقتصادية الدولية، وبحث التداعيات الدولية للقرارات التي تتخذ في القطاعين العام والخاص، ودراسة الخيارات المتاحة للعاملين في السوق ولصانعي القرار. وللمزيد من المعلومات حول هذه المجموعة، انظر موقعها الرسمي على شبكة الإنترنت (www.group30.org).

22. انظر:

Barry Eichengreen, *Toward A new International Financial Architecture: A Practical Post-Asian Agenda* (Washington, DC: Institute for International Economics), pp. 1-2.

23. Ibid., p. 9.

24. انظر:

Daniel Cohen and Richard Portes, "Toward a Lender of First Resort," *IMF Working Paper* WP/06/66 (2006), p. 3.

25. انظر:

Alan Beattie, "Retread Required," *Financial Times*, 1 December 2009.

26. قائمة الإصلاحات التي ينبغي أن تخضع لها منظمات بريتون وودز طويلة، وهناك ملخص لها في المرجع الآتي:

John Williamson, "Reforming the IMF," Peterson Institute for International Economics, 14 February 2009.

وانظر كذلك، توصيات اللجنة الدولية المشكلة من قبل الأمم المتحدة للنظر في إصلاح النظام المالي والنقدي الدولي:

United Nations, "Recommendations of the Commission of Experts of the President of the General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial system," 29 April 2009.

27. انظر:

United Nations, , "Recommendations of the Commission …," op. cit., pp. 11–12.

28. انظر:

Jeffrey A. Frankel, "What's In and Out in Global Money," *Finance and Development* (September 2009), p. 13.

29. انظر:

Andrew Crocket, "Rebuilding the Financial Architecture," *Finance and Development* (September 2009), p. 18.

30. انظر:

Aline Van Duyn, "Numbers game: Views are mixed on regulatory proposals to protect Over–the–Counter Derivatives from risk," *Financial Times*, 2 November 2009 (Supplement).

31. حول وجهة النظر البريطانية، انظر:

Financial Service Authority (FSA), "Reforming OTC Derivatives Markets; A U.K. Perspective," December 2009, p. 5.

32. انظر:

Jeremy Grant, "Clearing up the system," *Financial Times*, 2 November 2009 (Supplement).

الخاتمة

1. انظر:

Niall Ferguson, "The Descent of Finance," *Harvard Business Review* (July-August 2009).

المصادر والمراجع

أولاً، العربية

إبراهيم عاكوم. «أسواق الأوراق المالية العربية: انعكاسات وعبر من الأزمة المالية العالمية». **دراسات اقتصادية**، العدد 9، أبوظبي: صندوق النقد العربي، 2009.

جمال الدين زروق وآخرون. **أوضاع القطاع المصرفي في الدول العربية وتحديات الأزمة المالية العالمية**. أبوظبي: صندوق النقد العربي، أيلول/ سبتمبر 2009.

صندوق النقد العربي وآخرون. **التقرير الاقتصادي العربي الموحد**. أبوظبي: صندوق النقد العربي، أيلول/ سبتمبر 2009.

ثانياً، الأجنبية

Aiyar, Swaminathan and S. Anklesaria. *An International Monetary Fund Currency to Rival the Dollar? Why Special Drawing Rights Can't Play That Role.* Washington, DC: Cato Institute, July 7, 2009.

Akerlof, George and Robert J. Shiller. *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy and Why It matters for Global Capitalism.* Princeton: Princeton University Press, 2009.

Arezki, Rabah and Fuad Hasanov. "Global Imbalances and Petrodollars." *IMF Working Paper* WP/09/89, 2009.

Ariyoshi, Akia, K. Habermeier, B. Laurens, L. Olker-Robe, J.I. Canales-Krilijenko and A. Kirilenko. "Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization." *IMF Occasional Paper* 190, December 2000.

Bakker, Age and Bryan Chapple. "Advanced Country Experiences with Capital Account Liberalization." *IMF Occasional Paper* 214, 2002.

Bank of International Settlements. *BIS Quarterly Review.* Various Issues.

Barth, James, Gerard Caprio, Jr. and Ross Levine. "Bank Regulations Are Changing: For Better or Worse?" The World Bank, *Policy Research Working Paper* 4646, June 2008.

---------------------------. "Bank Regulation and Supervision: What Works Best?" The World Bank, *Policy Research Working Paper* 2725, November 2001.

Bergsten, Fred. "The Dollar and the Deficits." *Foreign Affairs,* November/December 2009.

Bergsten, C. Fred and John Williamson (eds). "Dollar Adjustment: How Far? Against What?" Institute for International Economics, *Special Report* 17, November 2004.

Blanchard, Olivier. "The Crisis: Basic Mechanisms and Appropriate Policies." *IMF Working Paper* WP/09/80, 2009.

Blinder, Alan S. "It's Broke, Let's Fix It: Rethinking Financial Regulation." Paper presented at Federal Reserve Bank of Boston Conference, Chatham, Mass. October 23, 2009.

Bordo, Michael. "An Historical Perspective on the Crisis of 2007-2008." Remarks prepared for the Central Bank of Chile Twelfth Annual Conference on *Financial Stability, Monetary Policy and Central Banking*, Santiago, Chile, November 6-7, 2008.

Bordo, Michael, Alan Taylor and Jeffrey Williamson (eds). *Globalization in Historical Perspective*. Chicago: The University of Chicago Press, 2003.

Bryant, Ralph, Gerald Holtham and Peter Hooper (eds). *Deficits and the Dollar: The Pit and the Pendulum*. Washington, DC: The Brookings Institute, 1988.

Calverley, John. *When Bubbles Burst: Surviving the Financial Fallout*. London: Nicholas Brealey Publishing, 2009.

Clark, Peter and Jacques J. Polak. "International Liquidity and the Role of the SDR in the International Monetary System." *IMF Working Paper* WP/02/217, 2002.

Cohen, Daniel and Richard Portes. "Toward a Lender of First Resort." *IMF Working Paper* WP/06/66, 2006.

Davidson, Alexander. *How the Global Financial Markets Really Work*. London: Kogan Page, 2009.

Dicken, Peter. *Global Shift: Mapping the Changing Contours of the World Economy*. 5th ed., London: SAGE Publications, 2007.

Drobny, Steven. *Inside the House of Money: Top Hedge Fund Traders on Profiting in the Global Markets*. New Jersey: John Wiley & Sons, 2006.

Duncan, Richard. *The Dollar Crisis: Causes, Consequences, Cures*. Singapore: John Wiley& Sons (Asia), 2005.

Economic and Social Commission for Western Asia (ESCWA). *The Impact of the International Financial and Economic Crisis on ESCWA Member Countries: Challenges and Opportunities*. New York: UN publications, September 2009.

----------------------------. *The Impact of the Global Financial Crisis on the World Oil Market and Its Implications for the GCC Countries*. New York: UN publications, March 2009.

Eichengreen, Barry. *Globalizing Capital: A History of the International Monetary System*. Princeton: Princeton University Press, 2008.

Eichengreen, Barry and Harold James. *Toward A new International Financial Architecture: A Practical Post-Asia Agenda*. Washington, DC: Institute for International Economics, 1999.

Eichengreen, Barry and Donald Mathieson. "Hedge Funds: What do We Really Know?" IMF, *Economic Issues* No.19, September 1999.

-----------------------------. "Out of the Box Thoughts about the International Financial Architecture." *IMF Working Paper* WP/09/116, 2009.

El-Erian, Mohamed. *When Markets Collide: Investment Strategies for the Age of Global Economic Change*. New York: McGraw Hill, 2008.

Euromoney. "Global Banking & Financial Policy Review." *Euromoney Yearbook* 2009/2010.

-----------------------------. "Global Banking & Financial Policy Review." *Euromoney Yearbook* 2008/2009.

-----------------------------. "Global Securitisation Review." *Euromoney Yearbook* 2008/2009.

Ferguson, Niall. *The Ascent of Money: A Financial History of the World.* London: Allen Lane, 2008.

-----------------------------. "The Descent of Finance." *Harvard Business Review*, July-August 2009.

Financial Services Authority & HM Treasury, Reforming OTC Derivative Markets: A U.K. Perspective. London, December, 2009.

Foote, Christopher, Kristopher Gerardi, Lorenz Goette and Paul Willen. "Subprime Facts: What (We Think) We Know about the Subprime Crisis and What We don't." Federal Reserve Bank of Boston, *Public Policy Discussion Papers Series* No.08-2, 2008

Frank, Nathaniel and Heiko Hesse. "Financial Spillovers to Emerging Markets During the Global Financial Crisis." *IMF Working Paper* WP/09/104, 2009.

Friedman, Milton and Anna J. Schwartz, *The Great Contraction 1929-1933*. Princeton: Princeton University Press, 2008.

Frydenberg, Stein, Snorre Lindset and Sjur Westgaard. "Hedge Fund Return Statistics 1994-2005." *The Journal of Investing*, Spring 2008.

Galbraith, John Kenneth. *The Great Crash 1929.* London: Penguin Books, 1992.

Gilpin, Robert. *Global Political Economy: Understanding the International Economic Order*. Princeton: Princeton University Press, 2001.

Goldstein, Morris. *The Asian Financial Crisis: Causes, Cures, and Systemic Implications*. Washington, DC: Institute for International Economics, June 1998.

Goldstein, Morris and Daniel Xie. "The Impact of the Financial Crisis on Emerging Asia." Peterson Institute for International Economics, *Working Paper Series* WP 09-11, October 2009.

Goldstein, Morris, P. Isard, P. Masson and M. Taylor. "Policy Issues in the Evolving International Monetary System." *IMF Occasional Paper* No. 96, 1992.

Goldstein, Morris, et al. "Determinates and Systemic Consequences of International Capital Flows." *IMF Occasional Paper* No. 77, April 1991.

Gwinner, William and Anthony Saunders. "The Sub Prime Crisis: Implications for Emerging Markets." The World Bank, *Policy Research Working Paper* WPS/4726, September 2008.

Helleiner, G.K. (ed.) *Capital Account Regimes and the Developing Countries*. London: Macmillan Press, 1999.

International Centre for Financial Regulation. *The Proposed EU, US and International Supervisory Architecture*. London: ICFR, November 2009.

IMF. "Fiscal Implications of the Global Economic and Financial Crisis." *IMF Staff Position Note* SPN/09/13, June 9, 2009.

--------------------------. *The Implications of the Global Financial Crisis for Low-Income Countries*. Washington, DC: IMF, March 2009.

---------------------------. "Lessons of the Financial Crisis for Future Regulation of Financial Institutions and Markets and for Liquidity Management." February 4, 2009.

----------------------------. "Fiscal Policy for the Crisis." *IMF Staff Position Note* SPN/08/01, December 29, 2008.

-----------------------------. "The Debate on the International Monetary System." *IMF Staff Position Note* SPN/09/26, November 11, 2009.

----------------------------. *World Economic Outlook.* Washington, DC: IMF, October 1998.

----------------------------. *World Economic Outlook.* Washington, DC: IMF, April, 2009.

Kenen, Peter (ed.) *Managing the World Economy: Fifty Years after Bretton Woods.* Washington, DC: Institute for International Economics, 1994.

Kindleberger, Charles and Robert Alber. *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*. 5th ed., London: Palgrave Macmillan, 2005.

Koo, Richard C. *The Holy Grail of Macroeconomics: Lessons from Japan's Great Recession*. Singapore: John Wiley & Sons, 2008.

Kose, M. Ayhan, Eswar Prasad, Kenneth Rogoff and Shang-Jin Wei. "Financial Globalization: A Reappraisal." *IMF Working Paper* WP/06/189, 2006.

Krugman, Paul. *The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008.* London: Penguin Books, 2008.

Laeven, Luc and Fabian Valencia. "Systemic Banking Crises: A New Database." *IMF Working Paper* WP/08/224, November 2008.

Lindgren, Carl-Johan, et al. "Financial Sector Crisis and Restructuring: Lessons from Asia." *IMF Occasional Paper* 188, 1999.

McKinnon, Ronald. "The Rules of the Game: International Money in Historical Perspective." *Journal of Economic Literature* Vol. 31, March 1993.

----------------------------. "The International Dollar Standard and the Sustainability of the USA Current Account Deficit." Broking Paper on Economic Activity, 2001.

McKinsey Global Institute. *Mapping Global Capital Markets: Fifth Annual Report.* October 2008.

----------------------------. "An exorbitant privilege? Implications for reserve currencies for competitiveness." Discussion Paper, December 2009.

----------------------------. Global Capital Markets: Entering a New Era. September 2009.

Mason, David M. "Credit Derivatives: Market Solutions to the Market Crisis." Heritage Foundation, *Backgrounder* No. 2262, April 23, 2009.

Milesi-Ferretti, Gian Maria. "Fundamentals at Odds? The U.S. Current Account Deficit and the Dollar." *IMF Working Paper* WP/08/260, 2008.

Mishkin, Frederic S. *The Next Great Globalization.* Princeton: Princeton University Press, 2006.

Nier, Erlen Walter. "Financial Stability Frameworks and the Role of Central Banks: Lessons from the Crisis." *IFM Working Paper* WP/09/70, 2009.

Overseas Development Institute (ODI). "The Global Financial Crisis and Developing Countries." *Working Paper* 306, June 2009.

Pattanaik, Sitikantha. "The Global Financial Stability Architecture Fails Again: Sub-Prime Crisis Lessons for Policymakers." *Asian-Pacific Economic Literature* Vol. 23, No. 1, May 2009.

Pilbeam, Keith. *International Finance.* 3rd ed., London: Pelgrave Macmillan, 2006.

Prasad, Eswar, Kenneth Rogoff, Shang-Jin Wei and M. Ayhan Kose. "Financial Globalization, Growth and Volatility in Developing Countries." National Bureau of Economic Research, *NBER Working Paper* 10942, 2004.

Prasad, Eswar, Kenneth Rogoff, Shang-Jin Wei, M. Ayhan Kose. "Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence." *IMF Occasional Paper* No. 220, March 2003.

Reinhart, Carmen and Kenneth Rogoff. "Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis so Different? An International Historical Comparison." *American Economics Review* 98, May 2008.

---------------------------. "The Aftermath of Financial Crises." Paper prepared for presentation at the American Economic Association Meetings in San Francisco, January 2009.

Rochet, Jean-Charles. "An Industrial Organization Approach to the Too Big to Fail Problem." Paper prepared for the Federal Reserve Bank of Boston 54th Economic Conference, October 21-23, 2009.

Rose, Andrew K. and Mark. M. Spiegel. "Offshore Financial Centers: Parasites or Symbionts?" 2006. Available at: http:/faculty.haas.berkeley.edu/arose.

Schinasi, Garry J., R. S. Craig, B. Drees and C. Kramer. "Modern Banking and OTC Derivatives Markets: The Transformation of Global Finance and its Implications for Systemic Risk." *IMF Occasional Paper* 203, 2000.

Sharma, Shalendra, "Dealing with the Contagion: China and India in the Aftermath of the Sub-prime Meltdown." *China & World Economy* Vol. 17, No. 2, 2009

Seeling, Steven and Alicia Novoa. "Governance Practices at Financial Regulatory and Supervisory Agencies." *IMF Working Paper* WP/09/135, 2009.

Shiller, Robert. *The Sub-Prime Solution: How Today's Global Financial Crisis Happened, and What to do about it.* Princeton: Princeton University Press, 2008.

Shiller, Robert, J. *Irrational Exuberance*. Princeton: Princeton University Press, 2005

Shiller, Robert, J. *The New Financial Order: Risk in the 21st Century*. Princeton: Princeton University Press, 2003.

Sommer, Martin. "Why Has Japan Been Hit So Hard by the Global Recession?" *IMF Staff Position Note* SPN/09/05, March 18, 2009.

Song, Inwon. "Foreign Bank Supervision and Challenges to Emerging Market Supervisors." *IMF Working Paper* WP/04/82, 2004.

Soros, George. *The Crash of 2008 and What It Means*. New York: Public Affairs, 2008.

Statman, Meir. "Regulating Financial Markets: Protecting Us from Ourselves and Others." *Financial Analysts Journal*, 2009.

Stromqvist, Maria. "Hedge Funds and Financial Crises." *Economic Review* 1, 2009.

Sy, Amadou N.R. "The Systemic Regulation of Credit Rating Agencies and Rated Markets." *IMF Working Paper* WP/09/129, 2009.

Thompson, Helen. "The Political Origins of the Financial Crisis: The Domestic and International Politics of Fannie Mae and Freddie Mac." *The Political Quarterly* Vol.80, No. 1, January-March 2009.

Turner, Graham. *The Credit Crunch: Housing Bubbles, Globalsation and Worldwide Economic Crisis*. London: Pluto Press, 2008.

Valdez, Stephen, An Introduction to Global Financial Markets. UK: Palgrave Macmillan, 2007.

Weller, Christian and Kate Sabatini. "From Boom to Bust: Did the Financial Fragility of Homeowners Increase in an Era of Greater Financial Deregulation?" *Journal of Economic Issues* Vol. XLII, No. 3, September 2008.

Wolf, Martin. *Fixing Global Finance*. Baltimore: The Johns Hopkins University Press, 2008.

The World Bank. "Protecting Progress: The Challenge Facing Low-Income Countries in the Global Recession." Background Paper prepared by the World Bank Group Staff for the G-20 Leaders' Meeting, Pittsburg, USA, September 2009.

Zorome, Ahmed. "Concept of Offshore Financial Centers: In Search of an Operational Definition." *IMF Working Paper* WP/07/87, 2007.

نبذة عن المؤلف

الأستاذ الدكتور عبدالرزاق فارس الفارس يشغل حالياً منصب كبير الاقتصاديين، والمدير التنفيذي لوحدة السياسات والشؤون الاقتصادية في مجلس دبي الاقتصادي، وقد عمل مديراً لمركز أبحاث ومعلومات سوق العمل، بهيئة تنمية وتوظيف الموارد البشرية الوطنية (تنمية)، والمدير التنفيذي المناوب في صندوق النقد الدولي، والعميد المساعد للبحث العلمي في كلية الإدارة والاقتصاد بجامعة الإمارات العربية المتحدة، والوكيل المساعد للتخطيط والتعليم العام في وزارة التربية بدولة الإمارات العربية المتحدة، والمدير المالي في وزارة الأشغال العامة والإسكان بدولة الإمارات العربية المتحدة.

وبعد أن نال شهادة الدكتوراه في علم الاقتصاد من جامعة أكسفورد بالمملكة المتحدة عام 1990، عمل أستاذاً مساعداً، ثم أستاذاً مشاركاً في قسم الاقتصاد بجامعة الإمارات، وأيضاً، أستاذاً زائراً في كل من: معهد ماساتشوسيتس للتكنولوجيا بالولايات المتحدة الأمريكية، وجامعتي أكسفورد ودندي بالمملكة المتحدة، ومنظمة الدول المصدرة للنفط (أوبك). وتشمل اهتماماته البحثية: أسواق الطاقة، وأسواق العمل، والتعليم، والتنمية، والسياسات الاقتصادية الكلية: (السياسات المالية والنقدية).

وإضافة إلى المقالات والتحليلات التي يسهم فيها في كبريات الصحف العالمية، وأوراق العمل التي يشارك بها في المؤتمرات العلمية، فقد نشر 12 كتاباً؛ نذكر منها: **الفقر وتوزيع الدخل في الوطن العربي** (بيروت: مركز دراسات الوحدة العربية، 2001)، **واقتصاد أبوظبي** [محرر]، (لندن: دار الساقي، 2001)، **والتعليم والتنمية، مجموعة مقالات** (الشارقة: دار الخليج، 2000)، **والحكومة والفقراء والإنفاق العام: دراسة لظاهرة عجز الموازنة وآثارها الاقتصادية والاجتماعية في البلدان العربية** (بيروت: مركز دراسات الوحدة العربية، 1997)، **والتعليم العالي وسوق العمل في دولة الإمارات العربية المتحدة** (دبي: ندوة الثقافة والعلوم، 1996)، **والقطاع العام والقطاع الخاص: محددات الأداء ومعايير الاختيار** (دبي: دار القلم، 1993).

قواعد نشر الكتب
لدى مركز الإمارات للدراسات والبحوث الاستراتيجية

أولاً: القواعد العامة

1. تقبل البحوث التي تتناول القضايا السياسية أو الاقتصادية أو الاجتماعية أو الاستراتيجية أو الإعلامية أو المعلوماتية المتصلة بمنطقة الخليج العربي خصوصاً، والعالم العربي عموماً، والتي تتناول أهم المستجدات على الساحة الدولية.

2. يشترط أن يعالج الكتاب موضوعاً جديداً ومبتكراً، وأن يكون مستوفياً للشروط العلمية والأكاديمية المتعارف عليها، وأن يكتب بلغة بحثية رصينة.

3. يشترط ألا يكون قد سبق نشر الكتاب، أو عرض للنشر لدى جهات أخرى.

4. يتراوح حجم الكتاب بين 5060 - ألف كلمة (250300 - صفحة مطبوعة)، بما في ذلك الملاحق، والهوامش، والمراجع.

5. يقدم مؤلف الكتاب نسخة واحدة من نص الكتاب، مطبوعة ومدققة وخالية من الأخطاء الإملائية والطباعية.

6. يرفق المؤلف بياناً موجزاً بسيرته العلمية، وعنوانه بالتفصيل.

7. يرفق المؤلف موافقة الجهة التي قدمت له دعماً مالياً لإنجاز كتابه (إن وجدت).

8. يتم وضع الجداول والرسوم البيانية والصور والخرائط على صفحات مستقلة، مع الإشارة إلى مواقعها في متن الكتاب.

9. يتم وضع الهوامش مسلسلة في نهاية الكتاب، تتبعها قائمة بالمصادر والمراجع مرتبة ترتيباً ألفبائياً.

10. يراعى عند كتابة الهوامش الالتزام بالأسلوب الآتي:

الكتب: المؤلف، **عنوان الكتاب** (مكان النشر: دار النشر، سنة النشر)، الصفحة.

الدوريات: المؤلف، «عنوان البحث»، **اسم الدورية**، العدد (مكان النشر: تاريخ النشر)، الصفحة.

11. تقوم هيئة التحرير بتحرير نص الكتاب ومراجعته لغوياً، وتعديل المصطلحات التي ترد ضمنه، بالشكل الذي لا يخل بمحتوى الكتاب أو مضمونه.

12. يقدم المركز لمؤلف الكتاب المجاز نشره مكافأة مالية قدرها ثمانية آلاف دولار أمريكي (8000$)، وعشر نسخ كإهداء من الكتاب عند الانتهاء من طباعته بشكله النهائي.

ثانياً: إجراءات النشر

1. يتم تبليغ المؤلف بما يفيد تسلم نص كتابه خلال شهر من تاريخ تسلم النص.

2. تخضع نصوص الكتب لمراجعة هيئة التحرير بالمركز خلال ستة أسابيع.

3. إذا حاز الكتاب الموافقة الأولية لهيئة التحرير، ترسل اتفاقية النشر إلى الباحث لتوقيعها.

4. يرسل الكتاب إلى محكمين اثنين من ذوي الاختصاص في موضوعه.

5. في حالة ورود ملاحظات من المحكمين، ترسل الملاحظات إلى المؤلف لإجراء التعديلات اللازمة على نص الكتاب، على أن يقوم بذلك خلال مدة أقصاها شهران.

6. تصبح نصوص الكتب المنشورة ملكاً لمركز الإمارات للدراسات والبحوث الاستراتيجية، ولا يحق للمؤلف إعادة نشرها - كلياً أو جزئياً، أو نشرها مترجمة بلغة أخرى - من دون الحصول على موافقة كتابية من المركز.

7. المركز غير ملزم بإرجاع نصوص الكتب التي ترده بهدف النشر في حالة تعذر نشرها.

الأزمة المالية العالمية

الأسباب والتداعيات والحلول

مازال العالم يعاني تداعيات الأزمة المالية العالمية التي بدأت إرهاصاتها عام 2007، وتفاقمت في العامين اللاحقين، وقد يكون حجم هذه الأزمة الأعنف والأوسع انتشاراً والأكثر تكلفة من بين كل الأزمات المالية التي ضربت العالم في خلال تاريخه المكتوب، بما فيها أزمة الكساد العالمي الكبير في ثلاثينيات القرن العشرين.

وهذا الكتاب يمثل محاولة الإجابة على ثلاث مجموعات أسئلة رئيسة: ما الأسباب وما الآليات لحدوث الأزمة، وما حجم الخسائر التي خلّفتها، وما آثارها المالية والاقتصادية في الدول المتقدمة والنامية وسياسات المواجهة التي تبنتها الدول؟ وما جذور الأزمة المالية الحالية والأزمات المالية التي سبقتها، وما أوجه التشابه والاختلاف بين هذه الأزمات؟ وما الدروس التي يمكن استخلاصها من التجارب الماضية، وما أهم القضايا التي يعنى بها المجتمع الدولي الآن لإصلاح النظام المالي العالمي؟

ومع أن هذا الكتاب يضاف إلى الأدبيات الكثيرة التي سعت لمقاربة الأزمة، محاولةً فهم ما حدث، وتقديم تفسيرات جديدة أو حلول لضمان عدم تكرار الأزمة مرة أخرى، إلا أنه ينطوي على خاصة أن مؤلفه ليس معنياً بالموضوع من ناحية أكاديمية أو جانب نظري فحسب، بل هو مهتم به عملياً ومنشغل به يومياً، فهو يشغل منصب كبير الاقتصاديين ومنصب المدير التنفيذي لوحدة السياسات والشؤون الاقتصادية في مجلس دبي الاقتصادي.

ISBN 978-9948-14-344-4
9 789948 143444